R-1.126

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Nº 32

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

R. J. 126

FUNDACIÓN PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL
22 MAYO 1987
BIBLIOTECA

PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA

32

1987

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA *(presidente)*
MARIANO NAVARRO RUBIO *(presidente de honor)*
MIGUEL ALLUE ESCUDERO
LUIS CORONEL DE PALMA
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ
FRANCISCO COSTABELLA PAPIOL
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
ENRIQUE FUENTES QUINTANA
AGUSTIN LOPEZ SOLLA
JOSE EMILIO NIETO DIEGO
MANUEL OCEN GONZALEZ
MATEO RUIZ ORIOL
CARLOS SISTIAGA COARASA
MIGUEL DE UNAMUNO PEREZ
JOSE MARIA VARGAS ZUÑIGA Y LEDESMA
AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION

ENRIQUE FUENTES QUINTANA *(director)*
JULIO ALCAIDE INCHAUSTI
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ
TRINIDAD CANO SIMON
FRANCISCO CASTELLANO REAL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO
JOSE GARCIA LOPEZ
JUAN GIL RUZ
JOSE MANUEL GONZALEZ PARAMO
FERNANDO GONZALEZ OLIVARES *(redactor-jefe)*
CARLOS HORNILLOS GARCIA
MANUEL LAGARES CALVO
JORGE PEREIRA RODRIGUEZ
VICTOR PEREZ DIAZ
JOSE LUIS RAYMOND BARA
JAIME REQUEIJO GONZALEZ
MIGUEL SANCHEZ ALBERTI
JOSE SEVILLA SEGURA
VICTORIO VALLE SANCHEZ

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Realización Gráfica

Nicolás Ortega

Portada

Dibujo de Severiano Palomares sobre un billete de la emisión del 1.° de julio de 1874 del Banco de España, primera que realizó como único emisor.

Señalizador

Reproducción de un billete de 50 ptas. de la emisión antes citada. (Fotos cedidas por el Banco de España.)

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Padre Damián, 48. 28036 Madrid.

Imprime

RAYCAR, S. A. Matilde Hernández, 27. 28019 Madrid
Depósito Legal: M. 402.—1980
I.S.S.N.: 0210-9107

FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL
22 MAYO 1987
BIBLIOTECA

SUMARIO

INTRODUCCION EDITORIAL

«Las transformaciones del sistema financiero en España: un balance» V

VISION GENERAL DEL SISTEMA

«La política monetaria y la evolución reciente de los flujos financieros»: 2 *Carlos Cuervo-Arango Martínez y José A. Trujillo del Valle*

POLITICA MONETARIA Y TIPOS DE INTERES

«Dificultades y posibilidades de la política monetaria, déficit público y sector exterior. El papel de los pagarés del Tesoro»: 24 *Beatriz Sanz Medrano*
«Tres años de control de los activos líquidos en manos del público»: 46 *Antonio Argandoña Ramiz*
«La controlabilidad de los agregados monetarios»: 63 *Alfonso Novales Cinca*
«Determinantes y perspectivas de los tipos de interés»: 79 *Ignacio Mauleón Torres*
«Evolución reciente de los tipos de interés»: 93 *Eduardo Fernández Pérez*
«El marco de la política de tipo de cambio en España»: 110 *Vicente Javier Fernández*

INNOVACION: ACTIVOS Y MERCADOS

«Tendencias recientes y problemas inmediatos de la política de deuda pública»: 130 *Raimundo Ortega Fernández*
«Dos aspectos de interés en la evolución reciente de los pagarés del Tesoro»: 148 *Ignacio Ezquiaga, Raquel Ramírez y Francisco Javier Soriano*
«El futuro del pagaré de empresa»: 173 *José Luis Campos Echeverría*
«Actividad internacional del sistema bancario español»: 181 *Antonio Sánchez-Pedreño y Gonzalo Gil*
«El proceso de innovación en los mercados financieros internacionales»: 194 *Emilio Ontiveros*

INTERMEDIARIOS

«Evolución y estructuras del sistema financiero»: 228 *Julio Arranz Moro*
«Evolución reciente del negocio y de la cuenta de resultados de Bancos y Cajas de Ahorros»: 237 *Miguel Angel Almazán y Fernando Vargas*
«Los resultados de la banca privada»: 274 *Rafael Termes Carreró*
«Los resultados de las Cajas de Ahorros»: 292 *Manuel J. Lagares Calvo*
«El nuevo modelo de crédito cooperativo agrario en España»: 314 *José Barea Tejeiro*
«Banca extranjera en España»: 333 *Francisco Javier Abad Hernando*

CAMBIOS RECIENTES EN LA NORMATIVA FINANCIERA

«Cambios en la regulación de las entidades de depósito durante el bienio 1985-1986»: 356 *Joaquín Latorre*
«Normas recientes de solvencia y evolución de la rentabilidad de Bancos y Cajas de Ahorros»: 377 *Miguel Angel Almazán y Fernando Vargas*
«El coeficiente de inversión 1985-1986»: 396 *Raimundo Poveda Anadón*
«La reforma del coeficiente de inversión de marzo de 1987»: 413 *Raimundo Poveda Anadón*

OPINIONES

CARLOS ARENILLAS LORENTE
Socio Director de CIMD

PEDRO GARCIA FERRERO
Presidente Ejecutivo de SIAF

JORGE HAY GUAJARDO-FAJARDO
Director del Servicio de Estudios y Planificación del Banco Hispano Americano

ARTURO DE LA LAMA LOPEZ DE AREAL
Director de Estudios Financieros del Banco de Bilbao

LUIS MIRA SERRANO
Subdirector de Tesorería e Inversiones Institucionales de la Caja de Ahorros de Alicante y Murcia

JUAN PALACIOS RAUFAST
Subdirector General del Banco de Vizcaya

FRANCISCO JAVIER RAMOS GASCON
Vice-Síndico de la Bolsa de Madrid

JUAN JOSE TORIBIO DAVILA
Secretario General Técnico de «La Caixa»

Introducción Editorial

LAS TRANSFORMACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO EN ESPAÑA: UN BALANCE

UNA DECADA DE CAMBIOS, CLARAMENTE MOTIVADOS

En los últimos diez años, el sistema financiero español ha experimentado una profunda transformación. La base normativa de esa transformación ha ido tomando cuerpo a lo largo de estos años en nuestro ordenamiento, en un proceso reformador que en éste —como en otros aspectos de nuestras instituciones— tiene lugar en la segunda mitad de la década de los 70, en especial a partir del año clave de 1977. El cambio no sólo ha sido legal sino real, porque, apoyados en la nueva normativa, los agentes económicos que operan en la vida financiera española han tejido una vasta y nueva red de relaciones que tiene poco que ver con la que prevalecía hace una década. Hoy nuestro sistema financiero es más libre, las instituciones que en él operan no están sometidas, como en el pasado, a especializaciones impuestas por la ley, se han desarrollado nuevos instrumentos y mercados y los precios han dejado de estar sometidos a la rigidez de la tasación, recuperando su función clave de asignar los recursos disponibles e informar a los agentes que operan en los distintos mercados.

Ese proceso de cambio profundo de nuestro sistema financiero se ha desarrollado a ritmos diferentes durante la última década, pero aunque el ritmo de reforma haya sido cambiante, el cambio no ha dejado de producirse hasta el día de hoy.

Una pregunta clave abre ese proceso de reforma de nuestro sistema financiero y es la que demanda la búsqueda de sus motivaciones. Ante todo, es preciso afirmar que esas transformaciones del sistema financiero español ni son caprichosas ni constituyen un hecho aislado. Obedecen, por el contrario, a principios racionales que han sido los rectores de ese cambio, principios además compartidos por los distintos países occidentales.

El motivo más inmediato y claro del cambiante mundo financiero español se halla en la gran exigencia de servir a una política de recuperación económica perfilada por los países occidentales desde comienzos de los años 80, política que ha ido ganando la virtud de la convergencia de las distintas políticas económicas nacionales.

El servicio a la recuperación económica se ha manifestado en el terreno de la política monetaria y fiscal en una renuncia a actuaciones expansi-

vas de la demanda interna por medidas a corto plazo y en una afirmación de la búsqueda, a medio plazo, de las condiciones favorables y estables para recuperar la vitalidad de la demanda privada, condiciones conseguidas por el restablecimiento de la disciplina monetaria y la consolidación presupuestaria.

Los objetivos inmediatos de esas actuaciones han sido y son el vital de reducir la inflación (espejo auténtico para reflejar la lucha de una economía con la crisis); conseguir más bajos y estables tipos de interés y moderar el crecimiento de los costes reales del trabajo (para ganar una mayor competitividad de la producción y favorecer la inversión privada); frenar, en fin, el crecimiento del gasto público y rebajar los números rojos del déficit público estructural (condición básica de la estabilidad de precios y el desarrollo de la inversión privada). Sólo en ese mundo de unas economías más estabilizadas y menos perturbadas por el activismo de las políticas económicas se podría lograr la reducción de la incertidumbre, la disminución de los costes y la recuperación de los excedentes empresariales con los que conseguir finalmente las mayores inversiones y empleos, tan ansiados por las distintas sociedades. Esas políticas de saneamiento o ajuste global deberían ser secundadas por políticas de ajustes positivos con un doble propósito: ofrecer el apoyo y el estímulo públicos a los ajustes productivos indispensables, dada la situación irreversible y crítica en la que se encontraban algunos sectores industriales, y ganar la eficiencia en la asignación de los recursos escasos de las distintas sociedades por el aumento de la flexibilidad de los mercados —incluidos a la cabeza de ellos los financieros— ganada merced a menos intervenciones y más libertad.

Esa estrategia de ajuste, seguida por las economías occidentales a lo largo de los últimos años, contó con excepciones pasajeras que —como la representada por la política económica francesa en 1981— mostraron hasta el límite de la evidencia cierta sus consecuencias negativas y la necesidad imperativa de su abandono.

En esa estrategia de ajustes encuentran su apoyo firme las transformaciones de la política monetaria y los cambios del sistema financiero registrados en la última década.

En efecto, a lo largo de los diez últimos años ha sido constante el propósito de dotar de eficacia a la política monetaria para servir a la estrategia del ajuste, propósito inspirador de cambios financieros importantes. Se ha pretendido disponer de los instrumentos adecuados para colaborar a la financiación de la economía sin facilitar la propagación de tensiones inflacionistas, ganando una estabilidad interna creciente desde la que afianzar la competitividad exterior de la producción nacional y la estabilidad del tipo de cambio. En el esfuerzo de convergencia de nuestra política monetaria con esa estrategia de ajuste practicada en los países occidentales, encuentran su explicación buena parte de los cambios experimentados en el sistema financiero español.

Por otro lado, y como parte decisiva de los ajustes internos, se ha tratado de facilitar un conjunto de cambios en el sistema financiero con los

que conseguir mayor eficiencia económica. Un conjunto de cambios merced a los cuales España no quedara apartada de las profundas transformaciones que los sistemas financieros están registrando en la actualidad para servir a los intereses de las economías en las que operan. Esos cambios provienen de cuatro direcciones diferentes: de la internacionalización, de la liberalización (o desregulación), de la innovación y de ese fenómeno que los anglosajones califican como *securitization*, que podría traducirse por titularización como término más expresivo.

Es evidente que la creciente interdependencia de las economías nacionales, a la que está asociado su desarrollo, se ha traducido en la estrecha interrelación existente de las instituciones financieras. Los mercados financieros tienden a su internacionalización con su apertura a agentes e instituciones financieras extranjeros y con la posibilidad creciente de realizar operaciones exteriores concedida a los agentes e instituciones nacionales. Cerrarse a esa fuerza de la internacionalización supone marginarse del proceso actual de desarrollo. De esta gran fuerza motriz de los cambios financieros contemporáneos proceden buena parte de los cambios registrados en el sistema financiero español en la última década.

Quizá sea la liberalización (o la desregulación) el signo externo más representativo de los cambios registrados en los sistemas financieros occidentales. Un signo externo que revela la confianza creciente de la política económica y financiera en los mecanismos del mercado como vías eficientes de asignación de recursos y de adaptabilidad de sus instituciones a las nuevas condiciones de los distintos mercados. La liberalización (o desregulación) ha cubierto un amplio programa de cambios que van desde los tipos de interés a las condiciones de competitividad entre las instituciones financieras, pasando por la decisiva apertura de las fronteras financieras nacionales y finalizando en los mercados de valores hoy afectados, con intensidad inusitada, por los vientos tonificantes y retadores de la libertad.

La tercera fuente de las transformaciones del sistema financiero proviene de la innovación, con múltiples causas técnicas (desarrollos de la informática, telemática y robótica) y causas institucionales (liberalización y, paradójicamente, la propia regulación a la que se trata de obviar por el proceso de innovación), y con variados e importantes efectos (creación de nuevos productos y mercados, aparición de dificultades operativas de la política monetaria y consecuencias sobre la organización de las propias instituciones financieras).

La desintermediación a través de la *securitization* o titularización, al operar sustituyendo al crédito bancario tradicional por una financiación conseguida en los mercados de valores por títulos negociables suscritos por ahorradores en última instancia, según valores de mercado, es fuente de modificaciones del sistema financiero como fuerza potencial muy importante que afecta a la propia configuración y al papel de las instituciones que operan dentro del sistema.

La importancia de todas esas fuerzas impulsoras de los cambios registrados en la política monetaria y en el sistema financiero, y su trascendencia económica y social para el desempeño eficiente de sus vitales funciones, concede un relieve difícil de exagerar al seguimiento de esos cambios y sus vicisitudes en cualquier sociedad. Es evidente que en esas transformaciones o adaptaciones de la política monetaria y del sistema financiero se juega la suerte de la política de ajustes a la crisis en una sociedad, y la modernización y funcionalidad de su sistema financiero, de importancia decisiva para la asignación eficiente de sus recursos económicos.

UN ANALISIS CONTINUADO DEL PROCESO DE TRANSFORMACION DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

El convencimiento de la importancia que para la economía española revestía la adaptación de su política monetaria y los cambios del sistema financiero fue lo que impulsó a la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas a dedicarles atención preferente en sus programas de investigación y publicaciones. Hoy creemos que es posible realizar una crónica completa de los acontecimientos más relevantes que marcan la evolución y cambio del sistema financiero español y su valoración crítica a través de nuestras publicaciones. Los números 3, 9, 18 y 19 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se han ocupado, con carácter monográfico, de problemas del sistema financiero, sin perjuicio de que en otros números de la revista también hayan tenido espacio propio. Más aún, el seguimiento de los hechos acontecidos en materia financiera impulsó y justificó la serie de *Suplementos Financieros* de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, en la que ya han aparecido dieciocho números que abordan instituciones o aspectos concretos del sistema con una extensión que no era posible incorporar a las páginas de PAPELES, recabando colaboraciones y opiniones de expertos e incorporando, en muchos casos, la regulación positiva vigente de cada materia. El mercado hipotecario, los coeficientes de inversión, de caja y de recursos propios, la regulación de las instituciones de inversión colectiva, los mercados de valores, la gestión de tesorería y otras materias han sido objeto de tratamiento en esta serie. El hecho de que todos esos números, tanto los de PAPELES como los de *Suplementos Financieros*, estén totalmente agotados, constituye un signo alentador de que nuestra oferta se correspondía con una demanda animada por el amplio núcleo de nuestros lectores.

La perseverancia en esa opinión, que acentúa el interés económico de adaptar la política monetaria y el sistema financiero a las exigencias y al servicio de la política de ajustes, haciendo balance de los problemas y la situación planteados desde nuesto último análisis realizado hace tres años, es la que justifica el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. En efecto, desde 1984 hasta hoy se han producido nuevos cambios en el sistema financiero en un doble sentido: el de la continuidad, atemperada, del cambio normativo y el de la propia evolución de la realidad financiera, por obra de sus principales intérpretes y operadores. Parecía, por ello, oportuno plantearse de nuevo la conveniencia de trazar balance de situación de nuestro sistema financiero, no sólo para dejar constancia de los cambios producidos en estos últimos años, sino con el pro-

pósito adicional de deducir de ellos, y ofrecer a nuestros lectores, los rasgos básicos de ese proceso continuo de evolución. Este es el objetivo básico del presente número de PAPELES.

¿Cómo hemos tratado de realizar este nuevo balance de situación del sistema financiero español? La respuesta es: procurando innovar los intérpretes y el método de realización del balance. Quizá la principal característica del sistema financiero y de sus cambios en España y en otros países es, como ha afirmado el Premio Nobel James Tobin, haber atraído a los profesionales jóvenes más brillantes salidos de las universidades. No podíamos, en consecuencia, desaprovechar la ocasión de que en esta oportunidad el balance se diseñara y coordinara por dos jóvenes profesores universitarios, **Carlos Cuervo-Arango** y **José Antonio Trujillo**, autores de un excelente manual sobre el *Sistema Financiero Español*. Un balance que contase, para la contabilización de sus distintas partidas, con las valiosas firmas y opiniones con que se había contado en el pasado, pero que incorporase, al mismo tiempo, el importante valor añadido de los jóvenes profesionales que están demostrando ya cumplidamente su conocimiento y su experiencia en el funcionamiento del sistema financiero, tanto desde la Universidad como desde las instituciones, públicas o privadas, en que prestan sus servicios, incorporando así los puntos de vista y las ideas de quienes, en mérito a su esfuerzo y a su trabajo inteligente, pueden brindar nuevas panorámicas en el análisis de los problemas de nuestro sistema financiero en la actualidad.

Es así como se ha tratado de realizar y ofrecer a nuestros lectores el balance de lo sucedido en el último trienio en nuestro sistema financiero. Tal vez convenga, desde el comienzo, destacar la relativa dificultad de la tarea en esta ocasión. Es verdad que el espíritu de libertad, desregulación y flexibilidad está hoy, como en sus inicios, en la base de la reforma. Lo están también la internacionalización del sistema, el proceso de innovación financiera continuada y la desintermediación a través de la *securitization* o titularización. Sin embargo, los nuevos hechos y la continuidad de los condicionantes externos al sistema —que, como el déficit público permanente, introducen sus propias exigencias— traducen, a la hora de practicar una valoración de conjunto, cierta espesura que impide extraer con nitidez, del abigarrado bosque de normas y hechos, un mensaje claro sobre la situación actual del sistema financiero español. Quizá el problema estriba en que una descripción y análisis actual tropieza con la búsqueda de una sintonía más afinada, más compleja, y, sin duda, menos clara y contundente que aquella sintonía firme de los primeros años de reforma, en los que lo mucho que había que abordar marcaba un camino claro y permitía un juicio global más simple y contundente y menos matizado y complejo de lo que debe serlo el juicio actual.

Creemos que esas dificultades de partida del balance de situación del sistema financiero español se han superado en las colaboraciones y opiniones que ofrece este número de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Este balance del sistema financiero español parte de los datos que condicionan su realización, y por su recuento —tal y como lo ven nuestros colaboradores— debería comenzar su lectura.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: DATOS CONDICIONANTES Y ASPECTOS PRINCIPALES DE UN NUEVO BALANCE

Cualquier aproximación a la realidad financiera del último trienio no puede dejar de reconocer la existencia de un conjunto de hechos centrales de particular trascendencia sobre el sistema financiero. Esos hechos centrales pueden agruparse en cuatro grandes núcleos de datos, condicionantes del quehacer del sistema financiero:

1.° Las crecientes necesidades de financiación de un déficit público importante y persistente, de carácter predominantemente estructural, en el marco de una política monetaria restrictiva, exigida por la necesidad de combatir la inflación. Esa convivencia difícil entre el déficit público y una política monetaria de signo estabilizador constituye un término de referencia clave para entender las vicisitudes y problemas de nuestro sistema financiero en la actualidad.

2.° La existencia de una inflación diferencial con los países centrales de la CEE, cuya reducción condiciona la política monetaria y atribuye una importancia decisiva a la búsqueda y puesta en práctica de mecanismos eficientes de control, dificultados por la resistencia del Tesoro Público al pago de tipos de interés de mercado, de la que es expresiva la Ley sobre Régimen Fiscal de Activos Financieros, condicionante de primera magnitud del comportamiento de los mercados e intermediarios financieros en la actualidad.

3.° La presencia continuada y reforzada de los cuatro motores del proceso de cambio del sistema financiero —constituidos por la internacionalización, la desregulación (o liberalización), la innovación y la desintermediación a través de la *securitization* o titularización— y sus consecuencias sobre productos y mercados.

4.° La permanente amenaza de crisis de las instituciones financieras, que ha obligado a continuar con el desarrollo de las normas de solvencia, garantía y control. El desplazamiento hacia normas de naturaleza preventiva, como los coeficientes de recursos propios y las provisiones para determinados riesgos (riesgo-país, provisiones para el complemento de pensiones). Esta preocupación, fundada en la crisis de las instituciones financieras, concede asimismo una importancia prioritaria a la calidad de la gestión bancaria y a su manifestación en las cuentas de resultados, cuya evolución y componentes es fundamental conocer y valorar.

Es claro que estos datos, que dan la clave del balance actual del sistema financiero, son interdependientes, así como lo son también sus consecuencias sobre el propio sistema.

Esos cuatro grandes datos condicionantes del sistema financiero español permiten definir cinco aspectos distintos, que polarizan las preocupaciones y problemas más destacados en el actual balance de situación y hacia los que llaman la atención de los lectores las colaboraciones y opiniones de este número de PAPELES. Esos aspectos son los siguientes:

Un *primer* aspecto importante es la creciente aparición de dificultades para una adecuada instrumentación de la política monetaria, de forma tal que quizá uno de los hechos más significativos del momento presen-

te sea el debate al que hoy se someten los diferentes aspectos del control monetario.

El desarrollo de los mercados de los diferentes activos financieros, nacidos como fruto del proceso de innovación y desintermediación, es el *segundo* aspecto clave de la evolución seguida por el sistema financiero. Innovación y desintermediación que han producido, a su vez, cambios importantes en la estructura de los flujos de financiación de la economía española. La composición y nivel de activos y pasivos de los diferentes agentes y unidades económicas no sólo se han visto alterados, sino que su variabilidad ha sido importante en los últimos años.

El *tercer* aspecto que es necesario destacar es el de la creciente apertura al mercado exterior del sistema financiero, como fruto de la internacionalización de los mercados financieros potenciada por nuestra adhesión a la CEE.

El *cuarto* aspecto que debe destacarse vendría constituido por los cambios experimentados en el negocio bancario en los últimos años y su repercusión sobre la estructura y evolución de sus cuentas de resultados, base, en definitiva, de la solvencia de las distintas entidades financieras y dato indispensable para juzgar sobre el futuro de la crisis bancaria.

El cambio normativo producido en estos años aporta el *quinto* y último aspecto que es preciso destacar. Una actividad normativa orientada hacia la mayor libertad y reducción de controles, pero sobre la que también pesa la conciencia de los mayores riesgos que esa mayor libertad de las instituciones financieras comporta —vista además con la memoria histórica de la profunda crisis sufrida por la banca española—, lo que genera una tendencia a la creciente supervisión financiera por parte de la autoridad monetaria.

EL CONTENIDO DEL PRESENTE NUMERO DE «PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA»

Estos diferentes aspectos, en los que se concretan básicamente los cambios experimentados por el sistema financiero español en los últimos años y las preocupaciones que de ellos se deducen, son los que describen y analizan las diferentes colaboraciones que componen este nuevo número de PAPELES que pretende ofrecer su balance actualizado.

En un marco variado e interdependiente, la ordenación del contenido de un balance siempre tiene algo de convencional. Sin embargo, la agrupación de los distintos artículos responde a una lógica interna que inspira el trazado de los cinco apartados en los que el número aparece estructurado.

Se inicia con la colaboración de los profesores **Cuervo-Arango** y **Trujillo**, quienes, en sus reflexiones sobre «La política monetaria y la evolución reciente de los flujos financieros», presentan una visión general de la evolución del sistema financiero que constituye el pórtico y punto de partida del contenido del número.

El segundo bloque de colaboraciones se centra en dos aspectos claves del sistema financiero. De una parte, la problemática actual de la política monetaria española, su evolución y los problemas de su definición e

instrumentación, que constituye uno de los rasgos más significativos del actual panorama financiero, temas a los que atienden los trabajos de la titulada del Servicio de Estudios del Banco de España **Beatriz Sanz**, y de los profesores **Argandoña** y **Novales**. De otra parte, los determinantes y evolución reciente de los tipos de interés conforman el aspecto central de los artículos de dos destacados especialistas del Banco de España: **Ignacio Mauleón** y **Eduardo Fernández**. El grupo se completa con algunas reflexiones sobre el marco de la política de tipo de cambio en España a cargo del economista del Fondo Monetario Internacional **Vicente J. Fernández**.

El proceso de innovación, la aparición de nuevos activos y el desarrollo de los mercados forman el tercer grupo de trabajos. En el terreno de los mercados internos, el número recoge tres visiones distintas y complementarias del tema que permiten situar: las tendencias y problemas de la política de deuda pública, de la mano de **Raimundo Ortega**, director general del Banco de España y cualificado intérprete de la fase inicial de esa política; la reciente evolución del activo financiero con más peso en la política monetaria y en la propia configuración de los flujos de financiación del sistema —los pagarés del Tesoro—, vista desde la perspectiva de un operador del mercado tan importante como es GESMOSA y que se contiene en el artículo de **Ignacio Ezquiaga**, **Raquel Ramírez** y **Javier Soriano** y, finalmente, los aspectos más destacados y con visión de futuro del activo financiero privado con mayor desarrollo en los últimos años: el pagaré de empresa, que relata el consejero delegado de IBERDEALER, **José Luis Campos**.

Los trabajos del director general del Banco de España en el área internacional, **Antonio Sánchez Pedreño** —en colaboración con **Gonzalo Gil**—, y del profesor de la Universidad Autónoma de Madrid **Emilio Ontiveros** permiten al lector situarse tanto en la posición actual del sistema bancario español en el contexto internacional como en las fundamentales novedades que hoy ofrecen los mercados financieros internacionales.

No podría faltar en un balance del sistema financiero una parte destinada al estudio de los intermediarios que componen su tejido institucional y, en este sentido, el número ofrece un detenido análisis de la evolución y cuentas de resultados de las entidades financieras, desde una perspectiva global que permita intuir con brevedad los rasgos del sistema —a tal fin responden las colaboraciones de **Julio Arranz** y de **Miguel A. Almazán** y **Fernando Vargas**— hasta la visión más detallada para la banca que comprende el artículo del presidente de la AEB, **Rafael Termes**, y para las cajas de ahorros, contenida en el trabajo del director adjunto de CECA, **Manuel Lagares**. Dos trabajos adicionales abarca este apartado, destinados a ilustrar al lector, por un lado, sobre los problemas actuales del sector de Cajas Rurales de la mano de **José Barea**, presidente hasta fecha muy reciente del Banco de Crédito Agrícola, y, por otro, sobre la evolución y resultados de la banca extranjera en España, vistos desde el propio sector, que es el contenido de las colaboraciones de **Francisco Javier Abad**, director general adjunto de ARESBANK, y de **Dieter Joswig**, director gerente de COMMERZBANK.

El balance se cierra con un minucioso análisis de los cambios normativos que han tenido lugar en los últimos años. Al amplio repaso de los cambios en la regulación de las entidades de depósito que contiene el trabajo de **Joaquín Latorre** se suman dos colaboraciones sobre aspectos más específicos: el relativo a las normas de solvencia —a cargo de **Miguel A. Almazán** y **Fernando Vargas**— y el relativo a un aspecto clave de todo el proceso de reforma, el coeficiente de inversión, con la colaboración de **Raimundo Poveda**, subdirector general del Banco de España.

Un núcleo selecto de opiniones cierra el contenido del número tratando de destacar y valorar los aspectos más importante ofrecidos por la evolución del sistema financiero, opinión que PAPELES ofrece para estimular al lector a la formación de sus propias valoraciones.

El comentario de las conclusiones alcanzadas por nuestros colaboradores y las principales coincidencias de las distintas opiniones nos ocuparán el resto de esta introducción editorial, en el intento de colocar al lector ante el panorama general que se deduce del balance que le ofrecemos sobre la situación actual de nuestro sistema financiero.

LA POLITICA MONETARIA: UN TEMA PARA DEBATE

La política monetaria, concebida como una parte de la política económica general de un país, encaminada a objetivos tales como el control de la inflación, el logro de una tasa adecuada de crecimiento o la reducción del nivel de desempleo, centra su actuación en el control y regulación de determinados agregados monetarios.

Las dudas sobre las posibilidades reales de la política monetaria gozan de una bien sentada tradición académica y práctica. Interrogantes tales como si es posible mantener bajo el tipo de interés en forma permanente, si es posible generar empleo sin inflación o si no existen demasiados retrasos en la transmisión de las actuaciones monetarias sobre las variables reales han sido planteados en multitud de ocasiones y, como es bien sabido, la dificultad de una respuesta contundente a muchos de ellos ha llevado con frecuencia a una postura crítica respecto a la política monetaria, que se traduce en una actitud humilde que le asignaría el papel de permitir la financiación de la actividad económica mediante una acción sostenida, explícita y anunciada que evite efectos indeseables, pero sin ningún tipo de posición activista para el logro de objetivos concretos.

En actitudes menos extremas, son muchos los que piensan que la política monetaria puede ejercer con eficacia una acción de control de la inflación, sobre todo desde una perspectiva a medio y largo plazo, y que puede tener una moderada influencia, sobre todo en una perspectiva a corto plazo, y más para frenar situaciones de crecimiento excesivo del gasto nacional que como estímulo en fases de atonía.

España, desde los años 70, sigue el camino de controlar la evolución de un agregado monetario (disponibilidades líquidas primero y activos líquidos en manos del público, después) fijando una senda de crecimien-

to anual constante con una banda de desviación tolerable. Sin embargo, la política monetaria española no ha abandonado tampoco la vigilancia de los tipos de interés a corto plazo para evitar fuertes oscilaciones de los mercados financieros. En este sentido, suele decirse que la política monetaria española es *mixta*, ya que actúa sobre un agregado monetario y sobre los tipos de interés.

Este esquema de funcionamiento ha sido de utilidad, a juzgar por los resultados globales obtenidos, cuya evolución se relata en el artículo de **Beatriz Sanz.**

La tasa de crecimiento del nivel de precios de consumo ha ido rebajando su intensidad desde aquel 28,4 por 100 de agosto de 1977 hasta el 8,8 en media anual de 1985 y 1986, años en los que se alcanza la meta, tantas veces deseada, de la inflación de un dígito.

Mayor dificultad presenta analizar el comportamiento y los determinantes de los tipos de interés. Tal como **Ignacio Mauleón** pone de manifiesto en su interesante trabajo econométrico, hay una diversidad de factores que han influido y pueden influir sobre los tipos de interés, desde la dimensión del déficit público, la evolución de los excedentes empresariales o la tasa esperada de inflación hasta el nivel de los tipos de interés de los mercados exteriores.

Desde la perspectiva que ahora nos interesa, la descripción que realiza **Eduardo Fernández** sobre la evolución de los tipos de interés en España en los últimos años permite concluir la existencia de un descenso continuado desde 1983, y especialmente intenso en 1984, reflejo de la contención lograda en las tensiones inflacionistas, en los tipos de interés nominales, particularmente a largo y medio plazo, aunque también se experimenta en los tipos nominales a corto, con episodios alcistas —como en 1986— en los tipos de aquellos mercados en que la autoridad gestiona el control de los agregados monetarios como medio, precisamente, de defender la continuidad de la reducción de los tipos a medio y largo plazo.

Por su parte, los tipos de interés reales, esto es, descontada la inflación esperada, alcanzan su máximo en 1983 —en el mercado interbancario— y en 1985, en el resto de los mercados. El descenso de los tipos reales ha continuado en 1986, aunque se mantiene a un nivel comparativamente alto respecto a los países comunitarios, marcando un diferencial que a corto plazo es incentivador para la entrada de capitales extranjeros y que refuerza la difícil instrumentación de la política monetaria.

Vista a partir de sus logros, la política monetaria arroja un resultado razonablemente eficaz, aunque es justo reconocer que su instrumentación no ha estado exenta de problemas.

Una política monetaria que se basa fundamentalmente en el control de un agregado —cualquiera que sea la forma, más o menos amplia, en que éste se defina— a partir de la actuación sobre una variable instrumental reposa en dos supuestos:

a) La estabilidad y predecibilidad de la relación entre dicho agregado y los objetivos últimos de la política monetaria.

b) La estabilidad del multiplicador de la variable instrumental elegida y el agregado monetario.

La creciente inestabilidad que acusaba en España el multiplicador de la variable instrumental —activos de caja del sistema bancario— respecto al agregado monetario —disponibilidades líquidas—, por el creciente papel de la innovación financiera, que suponía la existencia creciente de activos líquidos fuera de la variable a controlar, dio lugar a reiteradas dificultades en el control monetario, e incluso a su pérdida en 1983.

En 1984 se introducen, por ello, cambios sustanciales en la política monetaria, incluyendo en un nuevo agregado objetivo de control —los activos líquidos en manos del público (ALP)— aquellos activos financieros hacia los que se había ido desplazando el mercado. Otras modificaciones, tales como la nueva configuración del coeficiente de caja, la desaparición de los certificados de regulación monetaria (CRM) y el establecimiento del coeficiente de pagarés del Tesoro, pretendían colaborar a una mayor eficacia en el control monetario.

Sin embargo, la gran capacidad de innovación del sistema financiero proyecta dudas sobre si ese proceso de ampliación del agregado monetario que debe controlarse no habrá de convertirse en un camino indefinidamente reiterado, ante la aparición de nuevos instrumentos diseñados para eludir el control, que coloque permanentemente a la política monetaria al borde de situaciones de pérdida de control.

La instrumentación adecuada de la política monetaria es hoy tema polémico, abierto al debate, sobre el que se proyectan las colaboraciones de los profesores **Antonio Argandoña** y **Alfonso Novales** y sobre el que también insiste la ya citada colaboración de **Carlos Cuervo** y **José Antonio Trujillo**.

Tras una fase de control monetario más pasivo, algunos bancos centrales se plantean la vuelta a una política monetaria activista, lo que supondría básicamente diseñar la política monetaria para influir sobre los objetivos últimos (control de la inflación fundamentalmente) respecto a los que la experiencia demuestra el logro de resultados razonablemente positivos, combinando los instrumentos adecuados, más que limitarse al control de un agregado monetario que presenta problemas crecientes. Es obvio que una posición de este tipo parece olvidar que el punto débil de una política de estas características es el desconocimiento preciso *a priori* de los efectos de las actuaciones monetarias sobre las variables reales, además de los consabidos retrasos en sus efectos. Una política activista —se afirma— puede ser fuente de inestabilidad ante el relativo desconocimiento de sus efectos reales.

Respecto a la política monetaria española, muchos se preguntan si el inevitable proceso de ampliación sucesiva del agregado monetario —para recoger los nuevos activos líquidos, fruto de la innovación— no debería conducir a elegir un agregado más restringido, siempre que la estabili-

dad de su relación con el objetivo último no se resintiera. Cinco aspectos señalan en esa dirección.

a) La innovación es un proceso continuo que siempre creará problemas de control en una definición amplia de los ALP.

b) La heterogeneidad de los efectos de la variación de los diferentes elementos integrantes de los ALP sobre la inflación hace que un cambio del agregado monetario no sea tanto el reflejo de una variación del gasto global cuanto de una sustitución entre activos financieros: los que están y no están sometidos a control.

c) La definición amplia del agregado monetario genera incentivos para crear activos financieros que sustituyan a los ALP bajo control, lo que dificulta adicionalmente el control monetario.

d) Los efectos sobre la liquidez de una política restrictiva se tornan inciertos, ya que toda acción encaminada a reducir los ALP incrementa el tipo de interés y estimula la generación de demanda de dichos activos.

e) La inclusión de los pagarés del Tesoro dentro del agregado monetario que debe controlarse dificulta la política de mercado abierto, ya que el instrumento es, a la vez, parte de la variable que se trata de regular.

Dejemos, finalmente, constancia de quienes discuten, sobre la base de la predecibilidad de los multiplicadores respectivos, que la elección de los activos de caja del sistema bancario constituya una variable instrumental más adecuada que la tradicional base monetaria del sistema.

Es obvio que, más allá de aspectos puramente formales, la raíz de los problemas que el control monetario entraña en la actualidad en la realidad española se encuentra fundamentalmente en la financiación del déficit público.

La financiación de un déficit alto y permanente, que viene representando desde 1982 más de cinco puntos del PIB, plantea un problema de base, ya que pone en entredicho la compatibilidad real de esa elevada dimensión del desequilibrio en las cuentas públicas con cualquier sistema conocido de política que aspire a estabilizar la economía evitando tensiones inflacionistas indeseables.

Pero, además, la financiación del déficit crea en España problemas adicionales por la instrumentación de la política monetaria.

Cuando el déficit se ha financiado mayoritariamente mediante la apelación al Banco de España, el control monetario exigía drenar liquidez mediante la colocación de certificados de regulación monetaria —dirigidos a los intermediarios financieros— con tipos de interés elevados que autoalimentaban el déficit por la vía de la reducción de los resultados del Banco de España.

La entrada en funcionamiento de los pagarés del Tesoro, con vocación de colocarse en cantidades importantes en las carteras de tenedores privados, abarató la financiación del déficit. Sin embargo, el control monetario se complica, toda vez que con tipos de interés bajos pierde efectividad la política de mercado abierto, ya que las entidades financieras no

conservan los pagarés en sus carteras, cediéndolos a los particulares y generando así una asimetría característica de la política monetaria española, que inyecta liquidez mediante subasta de dinero y la drena mediante la venta de pagarés. Una situación que vendría a complicar la Ley de Régimen Fiscal de los Activos Financieros, al propiciar, con su favorable trato a los pagarés del Tesoro, una desconexión entre el tipo de interés de estos pagarés y el del resto de los mercados.

El mayor protagonismo de la deuda a medio y largo plazo en 1986 —sobre cuya continuidad en 1987 se proyectan serias dudas— constituye un mecanismo más ortodoxo de financiación, aunque los desplazamientos de pagarés hacia deuda a medio y largo plazo ha podido producir cierta inestabilidad en la demanda de ALP, que hace más difícil asegurar la estabilidad de la relación en que se basa su control.

Adicionalmente a los problemas creados a la política monetaria por la financiación del déficit, es preciso destacar que, desde 1984, la mejora en la balanza de pagos aporta una razón adicional para una política monetaria restrictiva, que eleva, sin embargo, los tipos de interés nominales y estimula la entrada de capital a corto plazo, lo que obliga a intervenciones del Banco de España para evitar el reforzamiento de la peseta con sus negativos efectos sobre la actividad exportadora, dentro del complejo entramado de la política de tipo de cambio que se describe en el trabajo de **Vicente J. Fernández**.

Parece claro, pues, que el tema de la reforma de la política monetaria española es objeto de opiniones controvertidas y está abierto al debate. Sin embargo, no hay que olvidar que la política monetaria viene desarrollando en los últimos años un esquema de actuación coherente —en el que España ha sido una adelantada y que otros países más avanzados de Europa han terminado aplicando con posterioridad— que no puede juzgarse a la ligera.

Que la política monetaria haya tenido desviaciones y problemas en su aplicación es básicamente reflejo de las cambiantes circunstancias a las que ha tenido que adaptarse, pero no constituye elemento descalificador de su planteamiento, que sigue siendo válido en lo fundamental, aunque los hechos acontecidos en el panorama financiero en los últimos años hayan complicado su actuación y exijan, a la hora de enjuiciar la evolución de los agregados monetarios controlados, mayores esfuerzos explicativos y mayores dosis de interpretación. No ha habido ni hay seguridad de que la elección de otros agregados distintos a los utilizados hubiera dado mejores resultados en la política de control monetario. El problema tiene cierta generalidad, como recientemente vaticinaba Henry Kaufman: «En el nuevo mundo financiero, caracterizado por la desregulation, la *securitization*, la innovación y la globalización financiera, está a punto de producirse una situación de exceso de endeudamiento en las empresas y las familias, a menos que se pongan en práctica disciplinas efectivas a la creación y utilización del crédito»... «La mayoría de los bancos centrales del mundo están indecisos sobre cómo responder mejor a esa combinación de letargo económico y de cambios financieros que está teniendo lugar».

Por otra parte, la petición de una política monetaria más estable y menos activista presenta serias dificultades a corto plazo. El fuerte pulso del gasto nacional exige algún tipo de actuación antiinflacionista. La política monetaria podría adoptar un papel más pasivo si otras políticas de acompañamiento se mostraran eficaces en dicha tarea. Sin embargo, las alternativas más obvias no parece que, en el corto plazo, vayan a aportar soluciones adecuadas.

La política fiscal encaminada a la reducción del déficit público, por la vía primaria de la contención del gasto público y por la complementaria del incremento de los ingresos fiscales, requiere amplias dosis de voluntad política y colaboración ciudadana, que parecen exigir plazos relativamente dilatados. Por otra parte, la actual situación de la negociación de acuerdos salariales no hace abrigar muchas esperanzas en la inmediata aplicabilidad de la adecuada política de rentas.

Tal vez una alternativa más consistente fuera reconducir la política monetaria a una política de estabilidad del tipo de cambio en el marco del Sistema Monetario Europeo, dejando a las fuerzas del mercado las funciones estabilizadoras internas de la economía. Una opción de este tipo, hacia la que tarde o temprano España deberá caminar, afectaría a corto plazo en forma negativa a nuestras exportaciones en un momento en que el desarme arancelario previsto como fruto de la adhesión de España a la Comunidad Europea podría afectar también negativamente a nuestro equilibrio exterior. Y, en todo caso, no sería recomendable mientras se mantegan los actuales diferenciales de precios y de déficit público respecto a los otros países comunitarios. Sin embargo, reconocer estas dificultades, que a corto plazo pueden diferir la entrada española en el Sistema Monetario Europeo, refuerza la conveniencia de perseverar en la corrección de los desequilibrios y acelerar la necesaria convergencia sin traumas hacia las economías europeas. Como afirmaba el gobernador del Banco de España en la conferencia pronunciada en el Club Siglo XXI en abril del pasado año, tras repasar las posibilidades y limitaciones de nuestra incorporación al Sistema Monetario Europeo: «Por todo ello, aunque no seamos parte del Sistema, la convergencia de nuestra economía es una necesidad insoslayable. Hemos de hacernos, pues, a la idea de que las discusiones sobre los ritmos de expansión monetaria, la evolución del déficit público o las tasas de crecimiento de los salarios —para poner tres ejemplos— han perdido grados de autonomía, porque las políticas correspondientes están sometidas ahora a restricciones adicionales que el país ha decidido aceptar al optar libremente por su incorporación a la CEE».

Parece pues que, a corto plazo, y a pesar de sus problemas, la política monetaria está condenada a la continuidad en soledad de su función estabilizadora. Esa soledad que ha caracterizado su instrumentación en los años de la crisis y de la que se hablaba con amplitud en el n.º 18 de PAPELES DE ECONOMÍA.

EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE NUEVOS ACTIVOS

Un análisis, aunque sea somero, de los flujos de financiación entre los diferentes sectores de la economía española en los últimos tres o cuatro años permite apreciar, ante todo, el crecimiento global de su capacidad de financiación conjunta. En 1983 el resultado financiero global arrojaba un saldo de necesidades de financiación de la sociedad española que representaba un 1,4 por 100 del PIB. En 1986, sin embargo, ha existido capacidad de financiación excedente —lo que implica que la economía nacional ha estado financiando al exterior— a un nivel de 2,3 puntos del PIB.

Ese cambio en la capacidad de financiación del sistema no es sino el reflejo de las mejoras experimentadas, en términos del PIB, por la situación financiera del sector privado de la economía —familias y empresas no financieras—, que se pone claramente de manifiesto si vemos la evolución seguida en los últimos años por el excedente empresarial y el ahorro familiar. La suma de ambas partidas representaba en 1983 un 3,5 por 100 del PIB, pasó al 6 por 100 en 1984 y se situó en el 6,9 por 100 en 1985.

Un crecimiento de tal magnitud en los flujos de financiación es obvio que suele ir acompañado de cambios importantes en su composición o estructura. Este ha sido el caso de España, donde los últimos años han sido testigos de alteraciones financieras estructurales, que reflejan en forma fundamental los cambios producidos en la financiación del déficit público.

Si tratamos de sintetizar dichos cambios, cabría señalar, en primer término, el crecimiento de las necesidades de financiación públicas —si éstas se miden conjuntamente para las administraciones públicas y el Banco de España—; en segundo término, y en coherencia con la mejora en su situación financiera global, es perceptible el avance experimentado por la financiación concedida a otros sectores por el sector privado no financiero, incrementando sus activos financieros y reduciendo drásticamente sus pasivos. Por otra parte, sus activos financieros han experimentado cambios en su composición, toda vez que se ha producido una paulatina sustitución de pagarés del Tesoro por pagarés de empresas y otros títulos del mercado monetario.

Pero tal vez el aspecto más ilustrativo que arroja la evolución de los flujos de financiación es la reducción tanto de activos como de pasivos financieros que experimenta el conjunto de las instituciones financieras del sistema.

Parece bastante evidente que las alteraciones estructurales de los flujos financieros descritas no hacen sino registrar las consecuencias del amplio proceso de *innovación* y *desintermediación* que se ha producido en el sistema financiero español en los últimos años, y cuyo principal protagonista ha sido el propio sector público.

Las restricciones impuestas por el agregado monetario objeto de control de la política monetaria y los mayores riesgos asumidos por las instituciones —y el lógico deseo de buscar mecanismos para su cobertura, compartiéndolos con el resto del mercado— que la mayor liberalización y des-

regulación comportan, el despertar de la conciencia financiera de los ciudadanos y los efectos, aún incipientes, de nuestra adhesión a la Comunidad Europea son razones que explican la creciente innovación producida en España, en un proceso que está en línea con el seguido en los diferentes mercados internacionales. Una innovación que ha discurrido por la vía creciente de la desintermediación.

Los títulos hipotecarios, los bonos bancarios, los pagarés bancarios, las letras negociadas en Bolsa, los pagarés de empresa, pero sobre todo los pagarés del Tesoro, son brotes característicos de la innovación financiera. Y es claro que el desarrollo de nuevos activos ha llevado consigo paralelamente la evolución de los mercados donde éstos se negocian. Los últimos años han sido testigos de una creciente consolidación de los mercados a corto plazo y la correlativa aparición de intermediarios que operan en los mercados monetarios —SMMD, *dealers*, *brokers*, etc.— forjando mercado y dando fluidez y transparencia a las operaciones.

Pero también, sobre todo en los años más recientes, se han ido consolidando los mercados a largo plazo, como medio de constituir un eslabón de liquidez en los títulos emitidos a mayor plazo de vencimiento.

Dentro de ese panorama es particularmente interesante el avance experimentado por los mercados de deuda pública, cuya experiencia y perspectiva relata en su artículo **Raimundo Ortega**.

Desde 1982, se ha seguido en España una política de endeudamiento público que perseguía consolidar un tipo de deuda a corto plazo que detuviera la monetización del déficit por la vía de la financiación directa en el mercado de capitales —es decir, desintermediando— y que al mismo tiempo aportara un instrumento útil para el control monetario mediante una política de mercado abierto. Por otra parte, la política de deuda pretendía ordenar las emisiones a largo y medio plazo, afinando sus viejas y anquilosadas técnicas.

Una política de deuda pública tan ampliamente concebida no es labor de un día, y por ello no es extraño que queden aún pendientes distintos temas por resolver en forma definitiva, sobre todo teniendo en cuenta que la Ley sobre Régimen Fiscal de Activos Financieros influiría negativamente en la construcción de ese esquema.

Es aún preciso, por ello, fijar definitivamente el cuadro de los instrumentos financieros del sector público y regularizar el calendario de sus emisiones, introduciendo mejoras en el funcionamiento de los mercados, tales como la instauración del ya regulado sistema de anotaciones en cuenta para la deuda a medio y largo plazo, que les doten de un mecanismo ágil y económico de emisión y negociación. Pero también es importante la potenciación del mercado secundario, dando liquidez y transparencia a sus operaciones.

Posiblemente un diseño de esta naturaleza permitiría mejorar la financiación del déficit público, mediante la emisión regular de deuda a medio y largo plazo con destino a las carteras de tenedores privados y, por tanto, siempre que no existan interferencias fiscales que compliquen el

esquema, facilitaría la instrumentación de una política monetaria más efectiva y simétrica a la hora de inyectar o detraer liquidez.

Es claro que en la tendencia a la formación de un mercado potente de deuda pública —como afirman **Ezquiaga, Ramírez y Soriano**— los pagarés del Tesoro han desempeñado un papel importante.

La legislación fiscal que otorgaba a este activo un especial tratamiento desnaturalizó su papel financiero —al constituirlo en el típico reducto de la opacidad fiscal— reduciendo su rentabilidad, desconectándole de los restantes mercados y desproveyéndole de su papel de instrumento de gestión de tesorería.

El tema es importante, toda vez que la caída en la rentabilidad de los pagarés del Tesoro ha generado comportamientos de cesión desde los bancos a los particulares, con la correspondiente pérdida de efectividad como instrumento de control del agregado monetario.

Parece, por tanto, que el final de este proceso apunta en una doble dirección. Por una parte, al mantenimiento de un flujo constante y regular de emisiones a medio y largo plazo que permitan una financiación adecuada del déficit. Por otra parte, a la creación de un nuevo instrumento a corto plazo —la letra del Tesoro— que permita una instrumentación conveniente de la política monetaria.

Dos acciones distintas que requieren la obvia coordinación entre Tesoro y Banco de España para su implantación sin problemas ni sobresaltos en el sistema financiero español.

Pero la innovación no es patrimonio exclusivo del sector público. También se ha producido en el privado. La innovación financiera privada nace con una triple pretensión: abaratar los costes de financiación de inversiones para la empresa privada, reducir los costes a corto plazo de las necesidades de circulante y penetrar en el proceso de desintermediación. El instrumento básico ha sido el pagaré de empresa, sobre cuyas características, evolución y posibilidades versa el trabajo de **José Luis Campos**.

En los últimos años, el crecimiento de este nuevo activo financiero ha sido espectacular, llegando a ocupar un papel mayor en las carteras privadas que los pagarés del Tesoro. Una vez más, las disposiciones sobre régimen fiscal de activos financieros dejaron sentir sus efectos sobre el sistema financiero, marcando, entre mayo y agosto de 1985, el declive de este nuevo mercado, sustituido por los pagarés del Tesoro cuyas condiciones fiscales eran superiores.

La posterior reducción de rentabilidad de los pagarés del Tesoro inicia una recuperación de los pagarés de empresa, cuyo futuro dependerá en buena medida de los nuevos activos del sector público y de la actitud bancaria respecto a su papel futuro.

LA PARTICIPACION DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL EN LA INNOVACION DE LOS MERCADOS INTERNACIONALES

El aspecto más significativo del sistema bancario internacional en la última década es la profunda transformación que ha experimentado como consecuencia de la aparición —tal vez habría que decir eclosión— de nuevos instrumentos, y como resultado de la situación conflictiva del endeudamiento de muchos países en el marco internacional. No tiene por ello nada de extraño que las estructuras del riesgo bancario no afrontaran en la mejor de las situaciones el comienzo de la presente década.

En este concierto de incertidumbre y riesgo, el sistema bancario español se encontraba en una situación relativamente privilegiada, pues, como afirman **Antonio Sánchez-Pedreño** y **Gonzalo Gil**, «las instituciones bancarias españolas, sujetas a una regulación relativamente estricta de sus actividades *off-shore*, sufrieron en menor medida que otros sistemas bancarios los indeseables efectos sobre niveles de riesgo, tanto del acelerado proceso de innovación y transformación financieras como del brutal cambio en el escenario del endeudamiento externo de muchos países al comienzo de la presente década».

Posiblemente la normativa cautelosa y restrictiva que regulaba la actividad internacional de los bancos y el tardío y limitado acceso a la misma de las cajas de ahorros, por sus peculiaridades operativas y regionales, han estado en la base de lo que algunos han denominado, en comparación con otros sistemas bancarios, la *xenofobia* del sistema español.

Entre 1977 y 1986, sin embargo, la apertura de nuestras instituciones al exterior ha sido notable. Los activos sobre el exterior han pasado de 14.348 millones de dólares a finales de 1979 a 23.814 a finales de 1986, lo que supone un crecimiento del 66 por 100. Los mayores aumentos relativos se han experimentado en la tenencia de títulos, seguida de los créditos. Los pasivos exteriores han aumentado en ese mismo período algo menos de un 30 por 100, siendo el mayor crecimiento el experimentado por la partida de acreedores, que casi se ha duplicado.

Ese alto ritmo de expansión de las actividades internacionales del sistema bancario español —en pesetas y en moneda extranjera— va acompañado además de dos rasgos importantes: la tendencia hacia un cierto equilibrio en la posición neta de activos menos pasivos y el desarrollo de una posición acreedora respecto al sistema bancario internacional.

No parece una predicción arriesgada suponer que la adhesión de España a la Comunidad Europea y la liberalización consiguiente de los movimientos de capital van a otorgar a la banca española un marco más libre y flexible para operar en el mercado financiero comunitario e internacional, en general, haciéndola partícipe del creciente proceso de innovación que éstos están experimentando.

Posiblemente sea éste —el de la innovación en los mercados internacionales— el hecho más importante que caracteriza en el momento presente al marco financiero internacional, y justifica que dediquemos a su consideración algún espacio.

Los mercados financieros internacionales constituyen, de suyo, un campo abonado a la innovación, porque, a diferencia de los mercados internos, el nivel de regulación y de limitaciones es muy inferior o no existe.

Esta es una importante raíz del fenómeno innovador en los últimos años, cuya gran extensión llevó a los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Diez a constituir, a principios de 1985, un grupo de trabajo, en el seno del Banco Internacional de Pagos para examinar las recientes innovaciones en el comportamiento de la banca internacional.

El informe de dicho grupo, publicado en abril de 1986, establece un marco general para juzgar las implicaciones de ese proceso en la evolución de la estructura del funcionamiento del sistema bancario internacional. Agrupa las novedades en cuatro principales líneas:

1.ª Las *Note Issuance Facilities* (NIFs), que comprenden las *Euronotes*, los *Revolving underwriting Facilities* (RUF) y las *Notes purchase facilities*.

Se trata, en definitiva, de un compromiso a medio plazo en virtud del cual un prestatario puede emitir papel a corto plazo, y en el que un grupo de bancos asegurador se compromete tanto a adquirir los títulos que el prestatario no haya podido colocar como a la provisión de créditos *standby*.

2.ª Operaciones *swaps* de divisas y de tipos de interés. Es decir, un tipo de transacción financiera en virtud de la cual dos partes acuerdan intercambiar flujos de pago en el tiempo. En los *swaps* de divisas hay intercambio de cantidades de monedas, mientras que en los *swaps* de tipos de interés son los flujos de intereses el objeto de intercambio sin que en ningún momento se proceda al intercambio del principal.

3.ª Opciones sobre divisas y tipos de interés. Son contratos que incorporan el derecho —no la obligación— de comprar o vender un instrumento financiero específico a un precio determinado en una fecha o período futuro.

4.ª Acuerdos sobre tipos de interés a plazo (FRA), en los que las partes contratantes se ponen de acuerdo sobre el tipo de interés de los depósitos a un determinado plazo a partir de una cierta fecha.

Un análisis detenido de éstos y otros instrumentos recientes puede encontrarlo el lector en la colaboración del profesor Emilio Ontiveros que se recoge en este número.

Tres rasgos fundamentales han presidido esta evolución, que nace en respuesta a la incertidumbre creciente de los mercados y las situaciones creadas por los problemas de balanzas de pago en muchos países; son los siguientes:

a) La creciente tendencia a la titularización (*securitization*), es decir, la sustitución del crédito tradicional por la emisión de títulos movilizables en el mercado, como un elemento de seguridad.

b) La interconexión y difusión del riesgo que tales instrumentos permiten, como respuesta a las incertidumbres de los mercados.

c) El papel creciente de las operaciones denominadas de «cuentas de orden» (*off balance-sheet*), que en muchos casos sólo implican *compromisos* y no créditos directos que supongan desembolsos inmediatos para las instituciones.

Un proceso de creación que, posibilitado por la desregulación creciente de los sistemas financieros y los avances —y reducción de costes— de la teleinformática, está produciendo una creciente integración de los mercados financieros mundiales.

LA EVOLUCION Y RESULTADOS DEL SISTEMA BANCARIO

El fuerte proceso de innovación que ha experimentado el sistema financiero español en los últimos años, que ha tenido, además, su plataforma de actuación dentro de la línea de la *desintermediación*, ha inducido cambios importantes en la estructura del negocio bancario y tiene el consiguiente reflejo en las cuentas de resultados de las instituciones.

Durante los tres últimos años, la tasa media de crecimiento del volumen de actividad del sistema bancario ha sido 14,21, con un notable descenso de las tasas anuales (20,04 en 1984, 13,81 en 1985 y 8,77 en 1986) como fruto del proceso de desintermediación, tal como señalan en su colaboración **Miguel Angel Almazán y Fernando Vargas**. El margen de explotación ha sido creciente —salvo el bache de 1985— a una tasa media del 14,60, y un mayor crecimiento se acusa en el ritmo de variación medio de los beneficios antes de impuestos (25,05) como fruto de la mayor aportación de los rendimientos atípicos y las menores necesidades, en los últimos años, de provisiones y saneamientos, en relación a los activos medios totales.

La evolución seguida por el margen de explotación es fruto continuado de diversos factores. **Julio Arranz** destaca el propio decrecimiento en el volumen de negocio, las variaciones experimentadas por la mejora en la estructura interna del balance que ha comportado la reducción de los coeficientes de inversión obligatoria, la mayor demanda de crédito interno y la creciente presencia de las instituciones en el mercado de renta fija, y señalamos finalmente el deterioro del margen de intermediación como fruto de la mayor reducción en los tipos de interés activos que en los pasivos.

Dentro, sin embargo, de esta visión global, el comportamiento de cada clase de instituciones ha sido muy distinto:

En la banca privada se ha producido una reducción del margen financiero, lo que se inscribe en una tendencia al estrechamiento, aunque con oscilaciones, y que en los últimos años ha sido la lógica consecuencia de la reducción de los tipos de interés y la debilidad interna de la demanda de crédito, al mismo tiempo que las elevaciones practicadas en el coeficiente de caja y los efectos de la implantación del coeficiente de pagarés del Tesoro.

En este marco, es evidente que la banca ha debido sacrificar *crecimiento a rentabilidad*, lo que ha permitido en 1986 una recuperación del margen de intermediación, en cuya base se encuentran otros factores, tales como la reducción del peso de los coeficientes, sobre todo por la vía de

la reducción de la base computable al excluir la cesión de activos. También el pulso de la demanda de crédito ha experimentado en 1986 cierta reactivación, y la mayor reducción de los tipos pasivos —que han tomado como referencia la rentabilidad de los pagarés del Tesoro— frente a la reducción más limitada de los tipos de las operaciones activas.

Si a estas circuntancias se suman la contención de los gastos de transformación, los excelentes resultados del mercado bursátil y las menores necesidades de saneamientos, tendremos las claves de la mejora experimentada por los beneficios antes de impuestos de la banca española.

Como acertadamente señala **Rafael Termes** en su documentado artículo, el futuro en la evolución positiva a corto plazo es incierto, toda vez que ha de apoyarse en el incremento de los productos por servicios —a los que la actual situación del mercado impone límites obvios— y la reducción de los costes de transformación, que es un proceso a largo plazo.

El caso de las cajas de ahorros es sustancialmente diferente, como el lector puede comprobar en el extenso y minucioso estudio de **Manuel Lagares**. Sus mayores márgenes las han permitido compatibilizar en los últimos años un *crecimiento con mayor rentabilidad* aunque sea un crecimiento con cierta desaceleración. Pero es obvio que las diferentes circunstancias de partida las han permitido mantener una actuación mediadora de corte más clásico que las ha conducido a una sustancial ganancia en la cuota de mercado tanto en activos totales (1984: 27 por 100; 1985: 28 por 100; 1986: 30 por 100) como de pasivos en pesetas (1984: 35 por 100; 1985: 38 por 100; 1986: 39 por 100), con un aumento promedio de activos en el trienio del 18,78, que contrasta con el 12,25 por 100 de la banca.

Pese a la tendencia general al estrechamiento del margen de intermediación hasta 1985, la relativa contención de los gastos de explotación y el crecimiento de los resultados atípicos hacen que el excedente antes de impuestos siga representando una proporción sobre activos totales medios superior a la que arroja la cuenta de resultados de la banca, lo que las ha permitido aumentar en forma notable sus saneamientos y dotaciones a fondos de pensiones.

Un dato muy importante estriba en que en 1986 el crecimiento de las cajas de ahorros se ha producido con una mejora en el margen de intermediación, una ralentización en la marcha ascendente desde 1981 de los productos ordinarios netos —que incorporan las comisiones por servicios— y una tendencia decreciente en la productividad, por el mayor crecimiento de los gastos de explotación, y particularmente los de personal, que constituyen los retos más significativos de cara al futuro.

Más difícil es valorar la evolución del sector cooperativas de crédito, cuya relativa estabilidad en su cuota de mercado va acompañada por problemas de garantía y solvencia heredados del pasado y a los que se intenta poner remedio —al menos en el subsector más importante de las cajas rurales— mediante su saneamiento y su integración en otras entidades más sólidas.

Una parte importante de ese proceso de saneamiento de las cajas rurales discurre al hilo de su actuación consorciada con el Banco de Crédito Agrícola. Un modelo cooperativo peculiar que, a la par que colabora a la revitalización del crédito agrícola cooperativo, ha intentado actuar como elemento dinamizador de la estructura burocrática y centralizada tradicional del propio Banco. Las características de ese planteamiento, su problemática y su evolución futura, que se plantea entre los extremos alternativos de la continuidad y la privatización, se describe en el artículo de **José Barea** en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

Un tema distinto y singular es el relativo a la banca extranjera, que se trata de exponer al lector en las colaboraciones de dos expertos en el tema: **Javier Abad** y **Dieter Joswig**. Nacida al amparo del R.D. de 23 de junio de 1978, con importantes limitaciones, y extendida su presencia por el camino indirecto de la adquisición de bancos españoles en saneamiento, cabe poca duda de que la banca extranjera ha sido uno de los más importantes factores estimulantes a la renovación del sistema financiero español en los últimos años.

Entre 1983 y 1985 la actividad de los bancos extranjeros en España ha ido creciendo con tasas superiores a la media hasta consolidar su participación en los activos totales medios del sistema en torno al 11 por 100. A la par de ese crecimiento ha ido consolidando su participación en el total de créditos en pesetas —donde ha sido significativa su agresividad en el liderazgo de operaciones sindicadas— y correlativamente ha ido reduciendo la proporción de operaciones en divisas.

Otras notas características de su evolución han sido su posición típicamente deudora en el mercado interbancario, su fuerte actuación en el mercado de valores como suscriptora y colocadora de títulos y el espectacular crecimiento de la captación de recursos de clientes como fruto de su dinamismo innovador, como elemento para suplir la escasez de oficinas previstas en el actual ordenamiento, y su vitalidad en el mercado de cesiones temporales de activos.

Desde 1984 la banca extranjera ha ido incrementando su margen de intermediación. El beneficio neto sobre el total de activos ha aumentado desde el 0,41 en 1983 hasta el 0,71 en 1985 y 1986, siendo el dato más característico el reducido nivel de los costes de transformación, que en 1986 representaba el 1,50 del total activo frente al 2,84 de la banca nacional.

Cabe poca duda de que, de cara a la potenciación de la competencia que paulatinamente se irá derivando de la adhesión española a la Comunidad Europea, la banca extranjera se encontrará en una situación ventajosa, a la luz de sus cuentas de resultados, fruto de su capacidad de reacción e innovación aun en un marco de limitaciones operativas como el actual.

MODIFICACIONES NORMATIVAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

Los hechos y circunstancias que antes han sido relatados han originado cambios importantes en la propia estructura de la actividad de las entidades de depósito. Cambios perceptibles que tienen, como es lógico, su traducción contable en los balances y cuentas de resultados de las entidades.

Sin embargo, esas alteraciones a las que se ha hecho referencia tienen en muchos casos como punto de partida las variaciones experimentadas por el marco normativo —legislativo y reglamentario— en el que las instituciones desarrollan su actividad, ya que en unas ocasiones las han posibilitado y en otras son su consecuencia directa.

Los trabajos de **Joaquín Latorre**, y **Miguel Angel Almazán** y **Fernando Vargas** nos refieren con extensión esta continuidad de la reforma de las normas financieras en los dos últimos años. Es evidente que ciertas modificaciones de normas, por razón de política monetaria, tienen una inmediata repercusión sobre las instituciones; tal es el caso de la Orden de 10 de marzo de 1987, que cambia en forma sustancial la base de cómputo del coeficiente de caja.

Sin embargo, con referencia a aquellas disposiciones directamente encaminadas hacia las entidades de depósitos, se puede apreciar en ellas —con independencia de su diverso rango normativo— cinco líneas principales de las reformas introducidas en los últimos dos años.

1.ª Las que afectan al propio marco institucional del sistema. Sin duda la más importante es la introducida por la Ley 31/1985, que altera en forma polémica la composición de los órganos rectores de las cajas de ahorros.

2.ª El avance en el espíritu de liberalización y flexibilización del sistema eliminando o reduciendo trabas a su funcionamiento constituye una segunda línea básica integrada por normas tales como la reciente O.M. de 3 de marzo de 1987, que liberaliza los tipos de interés y comisiones; el R.D. 321/1987, que reduce y homogeneiza el coeficiente de inversión obligatoria; el R.D. 1.370/1985, que reformula el principio de libertad de expansión de las entidades; el R.D. 322/1987, que simplifica el sistema de apoyo al crédito a la exportación, y diversas circulares del Banco de España ampliando el margen de libertad en la obtención por instituciones y residentes españoles de recursos en divisas admitidos a cotización en el mercado español, y simplificando el régimen de las cuentas extranjeras en pesetas.

3.ª La búsqueda de la mayor solvencia y garantía de las entidades en un mundo incierto y cada vez más complejo tiene su reflejo en la nueva regulación de los recursos propios establecida por la Ley 13/1985, y la fijación más estricta de las normas contables sobre provisiones riesgo-país, insolvencias y fondos de pensiones del personal activo de las entidades que aportan varias circulares recientes del Banco de España.

4.ª El reforzamiento de la supervisión financiera se manifiesta tanto en las nuevas normas sobre balances públicos y confidenciales para ban-

cos y cajas de ahorros como en la reciente creación (O.M. 3 de marzo de 1987) del Servicio de Reclamaciones del Banco de España.

5.ª Finalmente, el R.D. Legislativo 1.298/1986 y el R.D. 184/1987 tratan de ajustar, como fruto de los compromisos derivados de la adhesión española a la Comunidad Europea, ciertas normas financieras a las directrices comunitarias, dentro de los términos del Tratado de Adhesión.

El amplio conjunto de disposiciones reseñadas —y **Joaquín Latorre** recoge en su minucioso trabajo muchas más— no deja de ser revelador de un dato, que reiteradamente se pone de manifiesto ante quienes, por cualquier tipo de razón, se acercan al sistema financiero. Nos referimos a la complejidad —y, al tiempo, debilidad— de su ordenamiento jurídico. Si hubiera que definir en pocas palabras su situación normativa, bien podría decirse que faltan leyes y sobran disposiciones administrativas.

Faltan leyes porque no se han cumplido previsiones de tanta importancia como la contenida en la Disposición Adicional de la Ley 30/1980, de 21 de junio, de Organos Rectores del Banco de España, en la que se preveía la remisión a las Cortes Generales de un proyecto de Ley que actualizara y complementara las disposiciones relativas a la naturaleza, régimen jurídico, funciones y actuación del Banco de España. Continuamos, así, moviéndonos en un marco legislativo incompleto y desfasado en el que la rapidez con que los hechos se manifiestan desborda el buen orden exigible del ordenamiento jurídico. Buen orden que exige, de una parte, conocer con precisión los poderes que corresponden a la autoridad monetaria para el desarrollo de sus funciones, evitando, en la medida necesaria, que la agilidad en su actuación, imprescindible para todo banco central moderno, pueda verse coartada o impedida por condicionamientos no estrictamente técnicos. Y de otra, fijar asimismo claramente lo que pueden y no pueden hacer las otras instituciones financieras integrantes del sistema, estableciendo un cuadro de sanciones eficaces para impedir la realización de actividades que perturben su correcto funcionamiento.

La fijación de este cuadro legal básico es ya una tarea, pendiente y urgente, que no cabe sustituir mediante retoques reglamentarios a través de disposiciones administrativas, en muchos casos de rango inferior, que se ven forzadas a exceder su ámbito operativo precisamente por la falta de textos legales adecuados.

Nuestra legislación financiera y crediticia reclama una atención preferente, que hasta ahora no se le ha prestado con el rigor y la dedicación debidos y que, naturalmente, no sólo no es obstáculo para el proceso de liberalización del sistema, sino que más bien es requisito indispensable para su correcto desenvolvimiento, puesto que los avances por los caminos de la mayor libertad y flexibilidad comportan mayores riesgos, que exigen intensificar la línea de supervisión encaminada a reforzar la solvencia y garantía de los intermediarios de cara a su actuación en los diferentes mercados.

Desde el punto de vista de la mayor libertad en la actividad de las entidades de depósitos, pocos temas tienen el relieve y conectan tan direc-

tamente con las reiteradas aspiraciones de las diferentes instituciones como el relativo al coeficiente de inversión obligatoria. Este destacado interés es el que anima al detallado repaso de sus modificaciones que ofrece el trabajo de **Raimundo Poveda**, y que van desde su unificación y reducción, establecida en 1985, hasta su práctica desaparición en virtud del R.D. 321/1987, de 27 de febrero, trabajo que cierra el apartado que se dedica a la revisión de la modificación producida en la normativa financiera en los últimos dos años.

UNAS OPINIONES SOBRE LA SITUACION ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Al conjunto de colaboraciones, PAPELES ha añadido en esta oportunidad, como en otras ocasiones, una serie de opiniones seleccionadas entre los que viven las realidades del mundo financiero, con objeto de que transmitan a nuestros lectores sus útiles valoraciones personales para incorporarlas al balance del sistema financiero.

La encuesta ha sido montada con carácter selectivo y abierto en la forma de plantear las preguntas. Se ha tratado así de obtener una valoración amplia y personal de los problemas que definen la situación actual del sistema financiero español.

El resultado marca con claridad un importante conjunto de acuerdos: las coincidencias superan notoriamente a las disparidades de criterio. Y así, prácticamente todas las opiniones consultadas confirman como elemento fundamental de cambio en el sistema el proceso liberalizador y, con plena congruencia, señalan la importancia que la implantación de la banca extranjera en España ha tenido para potenciar la competencia y como cauce de entrada de innovaciones financieras. Al tiempo, algunas opiniones adelantan sus dudas respecto de nuestra preparación para afrontar el reto que supone la integración en los mercados internacionales y, en cualquier caso, acentúan la importancia de un esfuerzo apreciable para su mejora radical.

En segundo lugar, resalta, en una u otra respuesta a las preguntas planteadas, la preocupación máxima que en quienes viven en el sistema financiero suscita el déficit público. Sus consecuencias sobre la inflación esperada y sobre los tipos de interés obsesionan a quienes, profesionalmente, conocen bien sus efectos. Sus respuestas, en este punto, se unen a los criterios que mantienen sobre la política de deuda pública.

En materia de mercados, todas las opiniones recaban que, en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados, el Banco de España actúe regulándolos e impulsándolos, pero sin asumir una postura intervencionista, en completa concordancia con la aspiración general de continuación del proceso liberalizador. Asimismo, las opiniones que ofrecemos ponen de manifiesto la necesidad de sociedades de *rating* que contribuyan a una más apurada valoración de los riesgos.

La financiación empresarial, a través del proceso de desintermediación y del acceso a la Bolsa, constituye el último punto sobre el que los encuestados se pronuncian, aceptando, en general, que la desintermediación ha actuado como un profundo revulsivo del sistema y mostrando

las dificultades que se vienen oponiendo a un más fácil acceso a los mercados de valores de los títulos representativos del capital empresarial.

* * *

Como todo balance, este que hoy ofrecemos a nuestros lectores sobre la situación actual del sistema financiero español registra aspectos positivos de avance en el planteamiento y soluciones de algunos de los problemas más importantes —sean los de la política monetaria o los del proceso de liberalización e innovación del sistema financiero— y aspectos negativos —las perplejidades y dificultades de la política monetaria o los agobios que al proceso de modernización del sistema financiero crea el persistente déficit público. Sin embargo, es al lector a quien corresponde ahora realizar su propia *auditoría* de este balance que, para un mejor conocimiento de nuestro sistema financiero, ofrece el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

COLABORACIONES

VISION GENERAL DEL SISTEMA

LA POLITICA MONETARIA Y LA EVOLUCION RECIENTE DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

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

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

I. SOBRE LOS PROBLEMAS ACTUALES DE LA POLITICA MONETARIA

YA es un lugar común afirmar que nuestro sistema financiero ha sufrido una profundísima transformación en el último decenio. Una transformación, por otra parte, a la que tampoco han sido ajenos el resto de los países occidentales, aunque en nuestro caso el cambio haya sido más radical, dado que nuestro sistema financiero se encontraba, todavía a mediados de los años setenta, en una situación de gran intervencionismo y subdesarrollo.

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

Las claves que permiten interpretar el núcleo fundamental de los cambios ocurridos en nuestro sistema financiero pueden resumirse en las siguientes, sin que el orden de exposición presuponga el de importancia.

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

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

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

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

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

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

1. La política monetaria

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

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

2. Cambios ocurridos desde 1984

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

Aun cuando en la segunda parte de este trabajo intentaremos seguir la pista de las importantísimas transformaciones de los flujos financieros a que han dado lugar estos cambios, es imposible llevar a cabo una valoración o, siquiera, una simple exposición de las causas que motivaron los mismos y sus consecuencias, separando los aspectos relativos al control monetario de los referidos a la financiación del déficit, pues, como ya se ha dicho más arriba, la confusión de estos dos problemas ha sido una característica determinante de su desarrollo.

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

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

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

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

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

3. Los problemas del control monetario

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

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

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

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

A medio plazo, la controlabilidad del agregado se ha intentado recuperar mediante su ampliación, incluyendo, en la medida de lo posible, todos aquellos activos hacia los que se había desplazado el mercado.

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

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

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

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

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

Los problemas que enfrenta el control monetario en España no son exclusivos de nuestro país, ni tampoco lo es la tendencia al abandono de las políticas estables de control monetario en favor de posturas más activistas. En un reciente artículo, el gobernador del Banco de Inglaterra opina que, dadas las dificultades que el control monetario ha presentado en el último quinquenio, debe abandonarse la política a dos niveles basada en el control de agregados monetarios amplios para controlar la inflación. Dado que puede considerarse alcanzado con éxito el objetivo antiinflacionista, mientras que se ha errado frecuentemente en el control de la variable intermedia, el gobernador considera que, aun perdiéndose los beneficios que supone la disciplina monetaria para la autoridad y para los mercados financieros, las reglas monetarias deben ser abandonadas en favor de la persecución directa del objetivo último (4).

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

En segundo lugar, aceptemos que la inflación tiene que ver con el crecimiento de un agregado más amplio que el *stock* de medios de pago. Ahora bien, de ahí a tratar de manera equivalente, desde el punto de vista del control monetario y, por tanto, de la inflación, por ejemplo, el efectivo y los bonos de Tesorería en manos del público, hay un largo recorrido. En la actualidad, los activos líquidos en manos del público representan, aproximadamente, el 80 por 100 de los activos financieros del sector y, de hecho, a todos los activos que componen el agregado se les asigna un mismo papel en la generación de inflación.

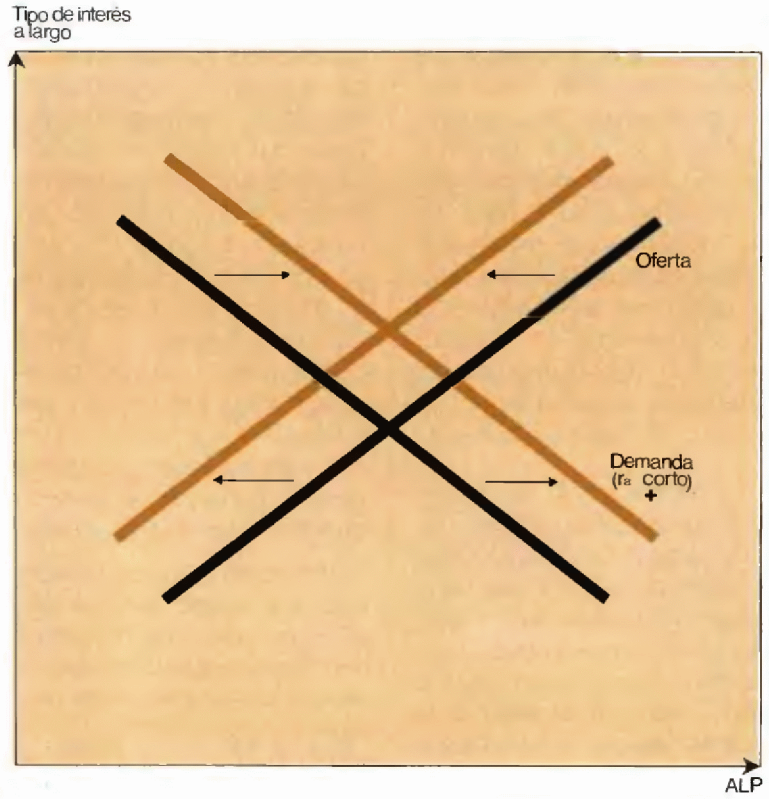
En última instancia, la inflación es causada por el crecimiento de los medios de pago, aunque también juega un papel importante la liquidez de los medios de crédito, es decir, la facilidad con que éstos se transforman en medios de pago. La liquidez de los instrumentos de crédito imprime una mayor velocidad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

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

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

En cuarto lugar, la aplicación del agregado de control hasta cubrir la casi totalidad de los activos financieros de las carteras privadas introduce elementos adicionales de inestabilidad a través de los tipos de interés; un fenómeno éste, por otra parte, que el propio Banco de España reconoce en sus informes (5). En efecto, los tipos de interés a corto plazo no juegan el papel de coste de oportunidad de la variable de control, sino que son su propia rentabilidad. Por tanto, los intentos de restringir la liquidez presionan al alza los tipos de interés de corto plazo, lo cual estimula la demanda de activos monetarios (líquidos). El gráfico 1 ilustra esta cuestión. Si representamos en abscisas los ALP y en ordenadas su coste de oportunidad medido por un tipo de interés a largo plazo, una acción de política restrictiva desplazaría hacia la izquierda la oferta de ALP, pero el aumento en el tipo de interés a corto plazo desplazaría simultáneamente hacia la derecha la demanda de ALP. Con este doble movimiento la reducción de la liquidez queda en entredicho. La necesidad de tener en cuenta estos desplazamientos ha sido motivo continuo de incertidumbre en la programación de la política monetaria, y la reacción del Banco de España ante su desarrollo ha ocasionado cambios en su perspectiva y actuación, frecuentemente mal comprendidos por el mercado, con los consiguientes desajustes e inestabilidad de los tipos de interés.

GRAFICO 1



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

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

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

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

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

4. La financiación del déficit

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

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

El sistema poco tiene que ver con el mercado. Más se parece a una forma de imposición oculta similar a la causada por la inflación, pero que en este caso incide sobre los agentes a través de los tipos de interés activos de las instituciones financieras. El sistema escogido de financiación del déficit permite al Tesoro obtener los recursos a un coste artificialmente bajo, mientras que el enorme volumen de fondos cautivos en las instituciones financieras, a tipos inferiores a los que resultarían en el mercado libre, influye a la baja sobre sus tipos pasivos y al alza sobre los activos.

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

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

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

CUADRO N.° 1

DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS SECTORIALES (A PARTIR DE LA CONTABILIDAD NACIONAL) (% PIB)

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

Fuente: Banco de España.

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

En resumen, la actual instrumentación de la política de control monetario, caracterizada por la tremenda amplitud del agregado, y de la política de financiación del déficit, caracterizada por utilizar los pagarés del Tesoro y los activos de caja como elementos fundamentales, plantea un conflicto difícilmente resoluble. El control monetario exige que la relación entre el instrumento y el objetivo sea predecible. Sin embargo, con la estructura actual, la estabilidad del multiplicador es muy dependiente de la política de financiación. Además, el papel del pagaré del Tesoro, instrumento de financiación y activo líquido a la vez, despoja a la autoridad monetaria de uno de los instrumentos de control: las operaciones de mercado abierto.

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

Simultáneamente, en otras instancias de la Administración distintas del Banco de España, cada vez cobra mayor protagonismo la política de precios relativos, mediante la manipulación de los precios administrados y las importaciones de choque de productos con elevada incidencia en el índice de precios al consumo. En definitiva, una política preocupada por la evolución en el cortísimo plazo de la tasa de inflación medida por el índice de precios al consumo, que se ha constituido en un indicador económico-político de primera magnitud. Pero esto tiene muy poco que ver con la política monetaria antiinflacionista, cuyos beneficios se derivan de garantizar un entorno monetario estable y conocido por los agentes económicos. Gasolinas, pollos y corderos no pueden ser la clave de nuestra estabilidad y competitividad en un marco europeo.

II. FLUJOS FINANCIEROS EN ESPAÑA, 1983-86

1. Ahorro financiero y desequilibrios intersectoriales

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

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

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

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

Desde un punto de vista, esta situación en una economía media como la española, con grandes necesidades de crecimiento, no es sino el correlato de su incapacidad para hacer uso internamente del ahorro que genera; en otras palabras, revela la inexistencia de proyectos de inversión rentables en el interior o bien la renuncia a llevar adelante algunos de los proyectos existentes. Tendremos ocasión de profundizar algo más en este punto cuando nos refiramos a los flujos financieros del sector «empresas no financieras y familias».

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

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

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

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

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

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

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

Con todo, hay otros factores que influyen en el ahorro financiero del Banco de España. A partir de la reforma del coeficiente de caja, a principios de 1984, el Banco remunera una parte importante de los activos de caja inmovilizados por el coeficiente a tipos de interés ligados a los vigentes de los pagarés del Tesoro. El descenso de estos últimos, a partir de 1985, condujo a una reducción paralela de aquéllos, con el consiguiente alivio de la cuenta de explotación del Banco. La situación se ha vuelto aún más favorable debido a la ruptura de la vinculación existente hasta 1985 entre el mercado de pagarés y el mercado interbancario de activos de caja. En otros trabajos de este volumen se desarrolla ampliamente este tema, por lo que aquí basta señalar que tal ruptura condujo a que los tipos del mercado interbancario de activos de caja sean muy superiores a los de los pagarés del Tesoro. De esta forma, el Banco de España ha podido cobrar tipos sustancialmente más elevados por los préstamos concedidos a las instituciones de depósito de los que pagaba por el tramo remunerado del coeficiente de caja. Esta disparidad, acentuada en 1986, no podrá dejar de tener su reflejo en las cuentas de explotación del Banco y, por tanto, en su capacidad o necesidad de financiación.

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

Los factores que se encuentran tras esta evolución son bien conocidos: importante recuperación del excedente de explotación y, con él, del ahorro bruto del sector; mantenimiento de importantes flujos de transferencias públicas de capital a las empresas y atonía de la actividad inversora. En estas condiciones, el crecimiento de la capacidad de financiación del sector privado fue de magnitud suficiente para atender al crecimiento del déficit del conjunto de las administraciones públicas y, unido al crecimiento de la capacidad de financiación de las instituciones financieras distintas del Banco de España, convirtió a la economía española en prestataria neta frente al exterior a partir de 1984. Estos rasgos generales de la variación del ahorro financiero del sector privado no financiero se mantendrán en 1986, atemperados, sin embargo, por el aumento de la actividad inversora que parece haberse producido en ese año y que con toda probabilidad conducirá a un incremento de la financiación recabada por el sector, máxime si, como parece, se ha reducido el crecimiento de las necesidades de financiación del sector público.

2. Variaciones sectoriales de activos y pasivos financieros

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

CUADRO N.º 2

CUENTAS DE FINANCIACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA (FINANCIACION OTORGADA (+) O RECIBIDA (—) (% PIB)

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

(*) Desfase entre intereses devengados y liquidados de los pagarés del Tesoro y 86,1 m.M. en 1984 que corresponden a la cesión de la participación del Estado en Campsa.
(La variación de activos y pasivos financieros frente al exterior está obtenida a partir del registro de caja de transacciones exteriores).
Fuente: Banco de España.

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

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

Con todo, la variación de pasivos financieros de las familias y empresas en los últimos años cobra toda su significación si se la compara con la variación de pasivos financieros de las administraciones públicas. Desde 1984, ésta es superior a aquélla, revelando las profundas modificaciones de la estructura de flujos financieros que está provocando el crecimiento del déficit público en un contexto de política monetaria relativamente restrictiva. Que este desplazamiento de los flujos de financiación hacia el sector público provoque más o menos dificultades a la financiación hacia el sector privado es, sin embargo, una cuestión algo distinta, que ha de ponerse en relación con la actividad inversora de las empresas y con el conjunto de los flujos de financiación de la economía.

En lo que respecta al Banco

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

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO N.° 3

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

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

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

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

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

Por lo demás, los porcentajes que aparecen en el cuadro n.° 3 son los que cabía esperar. Las instituciones financieras recogen el principal volumen de la variación de activos y pasivos, como corresponde a su función intermediadora de flujos financieros. Sin embargo, conviene resaltar, en el lado de los activos, el descenso de la financiación directa ofrecida por el Banco de España, producto del cambio de la estructura de financiación del Tesoro ya comentado, que se traduce en la reducción drástica de la participación del Banco en la variación de activos de los últimos años. También cabe destacar, en el mismo lado del balance, el aumento de la participación de las empresas no financieras y familias, que pasan del 32,48 por 100 de la variación total de activos en 1983 al 41,44 por 100 en 1985.

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

3. Evolución de los flujos financieros de las administraciones públicas

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

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

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

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

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

Sin embargo, el rasgo más llamativo del cuadro n.° 4, en lo que a variación de activos se refiere, es el aumento sistemático en los últimos años de las participaciones del Estado, contrapartida de las deudas asumidas. Esta situación parte de un cambio de política instrumentado a partir de 1983, por el que parte de la financiación del Estado a las empresas públicas, al INI notoriamente, se canaliza a través de la asunción por el Estado de parte de las deudas del mismo. El INI puede así incrementar su captación de nuevos recursos sin que ello repercuta en un aumento de sus niveles de endeudamiento. Todo parece señalar que esta política continuará en el futuro, como revelan las cifras provisionales correspondientes a 1986. En todo caso, si se pone este proceso en relación con la disminución de las dotaciones al crédito oficial, cabe hablar de que se está produciendo un claro empeoramiento de la «calidad» de los activos financieros de las AAPP. Nótese, por otra parte, que la asunción de deudas por el Estado, al contrario que las subvenciones, no influye sobre el nivel corriente del déficit público.

En lo que respecta a la variación de pasivos financieros de

CUADRO N.° 4

ADMINISTRACIONES PUBLICAS. FLUJOS FINANCIEROS 1983-86
(m.M.)

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

(1) Hasta septiembre y sólo el Estado.
(2) Valor efectivo.
Fuente: Banco de España.

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

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

Ya hemos visto en la primera parte lo mucho que de «cambio de fachada» ha tenido la transformación expuesta. Sin embargo, no puede negarse que el saldo de pagarés del Tesoro en circulación, ya muy importante en 1983, se dobló en 1984 hasta alcanzar la cifra de 2.365,4 miles de millones de pesetas nominales. Paralelamente, los créditos interiores recibidos por las AAPP disminuían, en particular los concedidos por el Banco de España, que si en 1983 representaron únicamente 139,7 miles de millones, como consecuencia de la consolidación ya mencionada, disminuyeron por importe de 655,7 miles de millones en 1984. Como consecuencia en parte de estos desarrollos, en especial la concentración del Tesoro en los títulos a más corto plazo, la emisión neta de deuda a medio y largo se mantuvo en niveles reducidos tanto en 1983 como en 1984, como revela la partida «títulos de renta fija negociable» del cuadro n.° 4.

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

A lo largo del año 1985 el Tesoro optó por esta última alternativa, forzando una reducción de los tipos de los pagarés en las subastas de emisión, y, ante la contracción de la demanda de estos títulos que se produjo en la segunda mitad del año, recurrió de nuevo al crédito del Banco de España, que volvió a incrementarse por valor de más de medio billón de pesetas. Por otra parte, el aumento del volumen nominal emitido de pagarés se redujo en casi un billón de pesetas a lo largo del año, hasta alcanzar 1.424,9 miles de millones. Sin embargo, junto al descenso de su rentabilidad, esta disminución de la demanda de pagarés obedeció también a otra circunstancia.

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

Estos descensos de demanda,

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

Otra variación importante de pasivos financieros de las AAPP que revela el cuadro n.° 4 es la disminución sistemática de las emisiones netas de títulos de renta fija no negociable en los últimos años. Estos títulos, constituidos fundamentalmente por las cédulas para inversiones que las entidades financieras tienen que adquirir para cumplir con un tramo del coeficiente de inversión, ven reducida su importancia como consecuencia del propio calendario de reducción del coeficiente y, además, por la propia reducción de los pasivos computables en el mismo, que adquirió importancia, por ejemplo, en 1985, debido al desplazamiento de la demanda de depósitos del público hacia la adquisición de pagarés del Tesoro con pacto de recompra, un tipo de recursos que, como es sabido, las entidades de depósito no tienen que computar como pasivo sujeto a coeficientes.

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

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

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

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

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

A) *Variaciones de activos financieros*

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

CUADRO N.° 5

EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS. FLUJOS FINANCIEROS 1983-86
(m.M.)

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

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

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

Con todo, más importante aún que el descenso de la participación de los activos líquidos en manos del público son los importantísimos procesos de sustitución que se han producido en el seno del agregado durante estos años. Así, las disponibilidades líquidas, que habían recogido la mayor parte de la variación de los ALP en 1983 y 1984, redujeron drásticamente su importancia en 1985 y 1986 en favor, principalmente, de las cesiones temporales de pagarés del Tesoro realizadas por el sistema crediticio y las SMMD. Por otra parte, en los años 1983 y 1984 los desplazamientos entre los distintos componentes de las disponibilidades líquidas fueron de primera magnitud, en concreto dentro de los depósitos a plazo. Entre ellos, si 1983 fue el año de la colocación por parte de los intermediarios financieros de letras libradas por ellos mismos, los llamados efectos de propia financiación, 1984 presenció la completa desaparición de esos

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

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

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

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

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

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

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

Por su parte, las administraciones públicas han convertido la necesidad en virtud y, en particular en 1986, han compensado el descenso en la demanda de pagarés del Tesoro con fuertes volúmenes de emisiones de deuda a medio y largo plazo, intensamente demandada ante la perspectiva del descenso de los tipos de interés a medio plazo. La cantada desaparición del pagaré del Tesoro en un futuro próximo, reducido su papel a convertirse en refugio del dinero negro, está impulsando ya la creación de un potente mercado secundario de deuda pública que, apoyado sobre la anotación en cuenta de estos títulos, se convertirá en la próxima punta de lanza del proceso de innovación financiera en nuestro país, asegurando la financiación sin tensiones del déficit público y convirtiéndose en un instrumento idóneo para que el Banco de España pueda instrumentar el control monetario a través de operaciones de «mercado abierto». Si estrechos intereses corporativos y la falta de visión de parte de nuestras autoridades económicas no lo impiden, probablemente éste será el mercado que alcance un desarrollo más espectacular en los próximos meses.

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

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

B) *Variaciones de pasivos financieros*

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

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

CUADRO N.° 6

ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS (SALDOS) (% PIB)

	España (1985)	*Alemania (1984)*	*EE.UU. (1984)*	*Italia (1983)*	*Japón (1985)*	*Reino Unido (1983)*
Disponibilidades líquidas (M_3)	78,4	64,2	68,8	85,1	162,5	—
Títulos de renta fija	4,3	13,9	9,3	22,0	25,2	10,9
Títulos de renta variable	2,9	1,8	36,2	19,6	5,4	7,2
Otros	18,9	41,6	62,6	4,1	23,0	—
Total activos financieros	104,5	121,5	176,9	130,8	216,1	127,6

Fuente: Fernando Gutiérrez (1986).

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

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

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

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

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

III. CONCLUSIONES

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

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

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

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

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

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

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

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

NOTAS

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

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

(3) *BEBE*, noviembre, 1986, pág. 35.

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

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

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

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

(8) Vid. Fernando Gutiérrez (1986).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

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

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

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

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

COLABORACIONES

POLITICA MONETARIA Y TIPOS DE INTERES

DIFICULTADES Y POSIBILIDADES DE LA POLITICA MONETARIA. DEFICIT PUBLICO Y SECTOR EXTERIOR. EL PAPEL DE LOS PAGARES DEL TESORO

Este artículo de **Beatriz Sanz Medrano** trata de analizar cómo ha discurrido la instrumentación de la política monetaria en el período 1984-1986 después de que, al comienzo del mismo, se implantase un nuevo esquema de control basado en el cambio del agregado monetario definido como objetivo intermedio y en la redefinición de los instrumentos de control.

Después de resumir, en la introducción, el papel que actualmente tiene asignado la política monetaria dentro de la política económica general del gobierno y el esquema teórico sobre el que se basa, se examinan las principales dificultades que se le han planteado para desarrollar su cometido. Tales dificultades aparecen relacionadas con la política presupuestaria en general, especialmente con los problemas que siguió presentando la financiación del déficit público y con los desequilibrios de las cuentas exteriores. A lo largo del análisis se dedica un comentario específico a la función desempeñada por los pagarés del Tesoro como instrumentos de control monetario y su contribución, durante una primera fase de dicho período, a la integración de los mercados monetarios y financieros.

1. INTRODUCCION (*)

A partir del año 1984 las autoridades monetarias decidieron un cambio sustancial en el esquema de control monetario. Pasaron a definir el objetivo intermedio en términos del conjunto de activos líquidos del público (ALP), agregado más amplio que el de las disponibilidades líquidas (M3) vigente hasta entonces. Al mismo tiempo, redefinieron los instrumentos de control. Se amplió la base del coeficiente de caja para incluir la mayoría de los pasivos bancarios que formaban parte de los ALP —sólo quedaron exentas las cesiones temporales de pagarés del Tesoro y alguna partida más de poca importancia. Desaparecieron los certificados de regulación monetaria (CRM) como herramienta de drenaje de liquidez que, a partir de entonces, pasó a realizarse con ventas de pagarés del Tesoro de la cartera del Banco de España con pacto de retrocesión. Finalmente, el sistema de subasta de préstamos para realizar inyecciones de liquidez se complementó con la posibilidad de que el Banco de España realizara compras temporales de pagarés del Tesoro a las instituciones bancarias.

Las razones en las que esta reforma se basó ya han sido analizadas en numerosas publicaciones, por lo que no viene al caso volver a hacerlo aquí con detalle. Lo que se va a intentar, a lo largo de este comentario, es tomar como punto de partida los propósitos que animaron dichos cambios y ver que las mejoras perseguidas por ellos se consiguieron, en gran medida, en una primera fase de los tres años transcurridos. Sin embargo, posteriormente, han ido surgiendo nuevos elementos que han vuelto a poner en dificultades los cometidos de la política monetaria.

Para ello, no está de más recordar cuáles son estos cometidos que tiene asignados la política monetaria en España y qué condiciones han de cumplirse para que la acción de la política decidida alcance la meta que se propone.

La política monetaria en España se articula como una pieza más dentro de la política económica general del gobierno que trata de corregir los desequilibrios básicos de la economía española, tanto en su ámbito interno —nivel de empleo e inflación— como externo —intercambios con el resto del mundo.

Cada año el gobierno fija un objetivo monetario en términos de un agregado de cantidades que trata de ser coherente con un determinado objetivo de expansión del gasto nominal y se basa en la existencia de una relación, más o menos estable, entre ambas variables. Ahora bien, aunque la política monetaria pueda alcanzar el objetivo propuesto de gasto nominal no está en condiciones de determinar

qué parte se traducirá en renta real y qué parte en precios. Esta división está mediatizada por una serie de factores diversos como, por ejemplo, el nivel de indiciación de la economía y en especial de los salarios, el grado de utilización de los factores productivos, nivel de productividad, evolución del comercio y los precios mundiales, etcétera.

Para facilitar esta división, desde hace unos años la política monetaria se ha tratado de articular con una adecuada política de precios y rentas. Así, cada año, al tiempo que se estima la expansión del PIB real alcanzable de la economía, se fija un objetivo de crecimiento de los precios. Este objetivo de precios ha de ser, a su vez, coherente con unas determinadas pautas de avance de los salarios nominales que, con la excepción de algún ejercicio económico, han sido el resultado de las negociaciones entre gobierno, sindicatos y empresarios. Por tanto, dadas unas tasas de crecimiento objetivos del PIB real y los precios, y las estimaciones sobre elasticidades renta y precios del agregado monetario objeto de control, queda determinado el objetivo de expansión de este último.

La instrumentación de la política monetaria decidida se encomienda al Banco de España, quien trata de alcanzar el objetivo decidido por el gobierno mediante el control de los activos de caja de la banca privada y las cajas de ahorros, dada la existencia de un coeficiente legal de caja, con fines de control monetario, para estas instituciones. Sin embargo, el Banco de España intenta que su actuación se realice de forma tal que produzca la menor inestabilidad posible en los mercados monetarios. Por ello, en determinados períodos, ha permitido el desbordamiento del objetivo de cantidades con el fin de evitar movimientos bruscos de los tipos de interés. En tal sentido puede afirmarse que, al menos en el corto plazo, la política monetaria en España sigue una estrategia mixta de cantidades y tipos de interés, aunque a medio y largo plazo el objetivo dominante sea el de cantidades.

Pero los objetivos de expansión monetaria sólo podrán alcanzarse y ser coherentes con los objetivos de gasto nominal programados si las funciones de demanda y oferta del agregado monetario en cuestión cumplen una serie de requisitos. La teoría monetaria elemental nos dice que estos requisitos son: en cuanto a la demanda, es necesario que sea una función estable y dependiente de un número reducido de variables. Respecto a la oferta, se exige también estabilidad de la función, o al menos predecibilidad, y que sea controlable por la autoridad monetaria.

Que las variables significativas de la demanda de dinero sean pocas es un requisito exigido por razones de simplicidad a la hora de estimar las funciones y porque así será mucho más claro el proceso de transmisión de los impulsos monetarios al gasto nominal. En cuanto a la estabilidad de la función, es imprescindible para que las acciones de la política monetaria influyan sobre los objetivos últimos, es decir, sobre el gasto nominal.

La estabilidad de la oferta implica estabilidad del multiplicador monetario. Si esta exigencia no se cumple, ha de darse, al menos, la predecibilidad, es decir, que las variaciones del multiplicador sean conocidas con rapidez por la autoridad monetaria para que ésta pueda realizar la acción compensadora adecuada sobre la variable instrumental —los activos de caja en el caso de España. Por último, la oferta será controlable por la autoridad monetaria cuando, dada la estabilidad o predecibilidad del multiplicador, si quiere aumentar o disminuir la cantidad de dinero, lo consiga. Para ello se requiere: disponer de unos instrumentos de control apropiados, que exista una adecuada coordinación entre la política presupuestaria y la política monetaria y que se dé una cierta independencia de la política monetaria del país en cuestión respecto al resto del mundo.

En los años anteriores a la reforma de 1984 algunos de estos requisitos habían dejado de cumplirse. Por un lado, el intenso proceso de innovación financiera que en aquellos años se produjo había inducido fuertes desplazamientos en las carteras del público desde depósitos tradicionales hacia nuevos pasivos bancarios, no incluidos en el agregado monetario definido como objetivo intermedio. En el esquema teórico expuesto, este movimiento se traduciría en continuos desplazamientos a la baja de la demanda de M3, rompiéndose, por tanto, el punto de unión entre el objetivo monetario intermedio y los objetivos últimos. Por otro lado, la financiación del intenso déficit público se realizaba, fundamentalmente, mediante apelación directa al recurso del Banco de España, quien se veía obligado a emitir cantidades crecientes de CRM para mantener el control monetario. La estrechez del mercado —sólo abierto a las instituciones financieras— y los cuantiosos drenajes de liquidez que en oca-

CUADRO N.° 1

AGREGADOS MONETARIOS Y TIPOS DE INTERES (Porcentajes)

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
AGREGADOS MONETARIOS (a)							
ALP objetivos	—	—	15,0-19,0	14,0-18,0	10,5-14,5	11,5-14,5	9,5-12,5
ALP evolución	16,5	16,7	17,7	15,9	14,3	13,2	11,4
M3 objetivos	16,0-20,0	14,5-18,5	13,5-17,5	11,0-15,0	8,5-12,5	9,5-12,5	—
M3 evolución	16,0	15,6	15,2	12,7	12,7	6,1	3,9
TIPOS DE INTERES (medias anuales) (b)							
A corto plazo							
— Interbancario de depósitos a 3 meses							
Nominal	16,5	16,2	15,9	20,0	14,3	12,0	11,7
Real	1,0	1,6	1,9	7,9	3,6	3,4	3,4
— Pagarés de empresa a 1 año mercado bursátil							
Nominal	—	—	...	...	15,5	12,7	11,1
Real	—	—	...	...	4,2	3,1	2,8
A largo plazo							
— Rendimiento interno de la deuda pública a más de dos años							
Nominal	16,0	15,8	16,0	16,9	16,5	13,4	11,4
Real	0,4	1,2	1,6	4,7	5,2	4,6	3,1
— Obligaciones eléctricas							
Nominal	...	...	...	...	20,8	16,3	13,9
Real	...	...	...	...	9,5	7,4	5,6
— Crédito de la banca privada de 1 a 3 años							
Nominal	16,9	17,4	17,5	17,6	18,1	16,7	15,4
Real	1,3	2,9	3,1	5,5	6,8	7,9	7,1
— Crédito de las cajas de ahorros de 1 a 3 años							
Nominal	12,9	15,2	16,2	16,9	17,3	16,4	15,5
Real	−2,7	0,6	1,8	4,7	6,1	7,6	7,2

(a) Estas tasas se refieren a media de diciembre sobre media de diciembre del año anterior. Hasta 1984 no se fijó, explícitamente, un objetivo para ALP, pero ya desde 1982 se tuvo en cuenta la previsible evolución de este agregado al establecer los objetivos de M3. En 1986 no se definió ningún objetivo para M3.

(b) Las medias anuales se han obtenido a partir de la media simple de los doce meses del año. Los tipos reales mensuales se han calculado como diferencia entre los correspondientes tipos nominales y la tasa de variación interanual del índice de precios al consumo en los últimos doce meses.

... Dato no disponible.

Fuente: Boletines Estadístico y *Económico* del Banco de España.

siones había que realizar provocaban fuertes subidas en los tipos de interés de los CRM, que repercutían, de forma importante, en los beneficios del Banco de España, reduciendo los ingresos fiscales del Tesoro e incrementando, por lo tanto, el déficit público. Al mismo tiempo, esta situación dificultaba el deseo del gobierno de colocar pagarés del Tesoro por cantidades importantes y tipos de interés moderados, al objeto de no incrementar en exceso la carga financiera de la deuda en años sucesivos. Por tanto, la política de financiación del déficit público había entrado en franco conflicto con la política monetaria.

A partir de 1984 se pretende que el mayor peso de financiar el déficit público recaiga sobre los pagarés del Tesoro colocados directamente por el Tesoro en subastas quincenales, bien en las instituciones bancarias o entre el público en general, aligerando de esta forma la carga del Banco de España en el ejercicio del control monetario (1).

Cabe ahora preguntarnos sobre los resultados de este nuevo esquema de control en estos tres años transcurridos.

Hay que reconocer, desde luego, los logros conseguidos por la economía española en este período. Si contemplamos los objetivos últimos, es probable que el crecimiento del PIB real haya alcanzado el 3 por 100 en 1986, según las últimas pre-

visiones del gobierno, después de un estancamiento en torno al 2 por 100 durante los tres años anteriores. El índice de precios al consumo se ha reducido en casi 4 puntos entre 1983 y 1986 y, en el mismo período, el saldo de la balanza por cuenta corriente ha pasado de un fuerte déficit en 1983 a registrar un superávit creciente. Sólo la tasa de desempleo ha empeorado notablemente en estos últimos años. ¿Cómo ha contribuido la política monetaria a estos resultados? Según puede apreciarse en el cuadro n.° 1, los activos líquidos del público (ALP) han moderado sustancialmente sus ritmos de expansión, no rebasando al final de cada año la banda de objetivos programada. Por su parte, los tipos de interés nominales, tanto a corto como a largo plazo, han trazado un continuo perfil descendente, recogiendo el descenso de la tasa de inflación, pero reflejando también la credibilidad de los agentes económicos en una política monetaria disciplinada capaz de proseguirlo. El descenso de los tipos nominales ha sido, en general, superior a la caída del ritmo de crecimiento de los precios, dando como resultado un perfil también descendente en casi todos los tipos de interés reales (2).

Podríamos, por tanto, deducir, a simple vista, que la política monetaria ha cumplido, en líneas generales, el papel asignado en este período. Sin embargo, esta simple consideración de los datos puede llevar a conclusiones erróneas, y desde luego encubre las dificultades con las que, en dicho período, la política monetaria ha tenido que enfrentarse. Estas dificultades, que tienen que ver, en su mayor parte, con los problemas que ha seguido presentando la financiación del déficit público, con la política presupuestaria en general y con las relaciones con el resto del mundo, son las que se van a analizar seguidamente.

Aunque el período fundamental objeto de este análisis es el comprendido entre principios de 1984 y finales de 1986, durante el primer trimestre de 1987, estando ya este artículo en fase de impresión, se han producido acontecimientos importantes que inciden de lleno en el tema considerado. Por ello, se ha tratado de hacer alguna referencia, aunque breve, a sus aspectos más destacados.

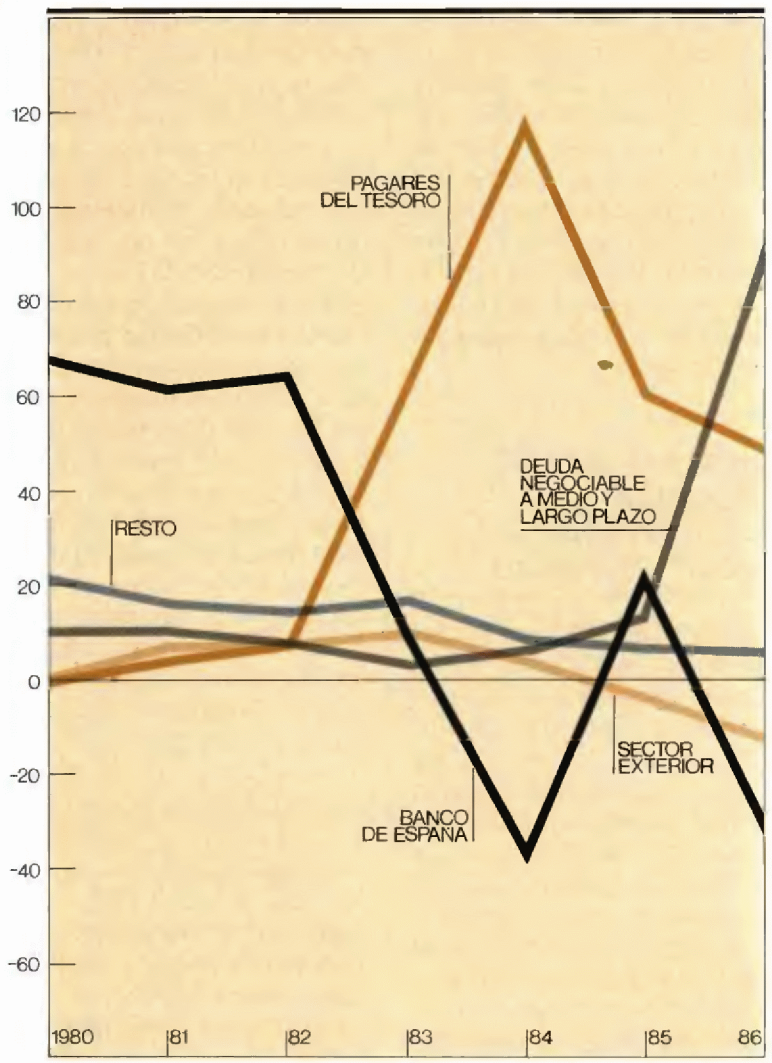
2. INTERRELACION POLITICA MONETARIA-POLITICA FISCAL

Al comenzar 1984, la persistencia de un déficit público instalado desde hacia dos años en algo más del 5 por 100 del PIB continuaba siendo uno de los problemas más relevantes de la economía española. No cabía confiar en su rápida reducción a corto plazo por tres razones fundamentales: el proceso de ajuste de las estructuras productivas al que iba dirigido una gran proporción del gasto público no estaba aún concluido; la debilidad del crecimiento económico, con tasas de avance del PIB real que apenas alcanzaban el 2 por 100,mostraba perspectivas pesimistas en cuanto a incrementar, de forma sustancial, los ingresos por impuestos, al menos con los esquemas impositivos entonces vigentes, y, finalmente, la financiación de abultados déficit en años anteriores había hecho aumentar progresivamente la carga de intereses de la deuda pública que, o bien el Tesoro o el Banco de España, habían tenido que emitir.

Para quienes están familiarizados con estos temas es bien sabido que la financiación de déficit públicos elevados produce, al menos, tres efectos perjudiciales para la economía de un país: dificulta la política de control monetario, introduce distorsiones en los mercados monetarios provocando presiones alcistas sobre los tipos de interés y, dados unos objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero, restringe los fondos disponibles para financiar la actividad privada. Estos tres efectos estaban operando en los años previos a la reforma de 1984. La interferencia con la política monetaria se manifestaba en la continua creación de base monetaria que la financiación del déficit generaba y en las incesantes acciones compensatorias que la autoridad monetaria tenía que ejercer mediante la emisión de CRM. Los tipos de interés nominales, tanto a corto como a largo plazo, alcanzaban niveles del orden del 18-19 por 100, y la tasa de crecimiento del crédito interno al sector privado se había reducido a la mitad entre 1980 y 1983 (17,3 y 9,7 por 100, respectivamente). Luego, aceptado un importante e inevitable déficit público, al comienzo de 1984 la tarea de las autoridades consistía en lograr que su financiación introdujera la menor distorsión posible en la economía.

El primer paso consistió en el cambio de protagonismo en 1984 y 1985 del recurso al Banco de España en favor de los pagarés del Tesoro como principales instrumentos financieros del déficit público. Posteriormente, desde finales de 1985, y más intensamente en 1986, los pagarés del Tesoro han cedido posicio-

GRAFICO 1
VARIACION NETA DE PASIVOS FINANCIEROS DEL ESTADO (a)
(Porcentaje de cada componente sobre el total)



(a) No incluye deuda asumida ni operación Rumasa.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

nes en favor de la deuda pública a medio y largo plazo. El gráfico 1 ilustra estas transformaciones. Según puede observarse, el recurso al Banco de España, que en los primeros años 80 representaba entre un 60 y un 70 por 100 de la variación anual de los pasivos netos del Estado, cayó bruscamente a partir de 1982. En 1984 la emisión de pagarés del Tesoro por encima de las necesidades financieras del Estado situó la variación del recurso en valores negativos. Por su parte, la deuda pública a medio y largo plazo, que hasta 1985 apenas cubría el 10 por 100 de las necesidades brutas de financiación anuales, se ha situado en valores cercanos al 100 por 100 en el transcurso de 1986. La financiación con fondos exteriores nunca ha alcanzado volúmenes importantes.

Inicialmente, no era factible una financiación importante del déficit público con deuda a medio y largo plazo. Mientras se mantuvieran altas las expectativas de inflación, ni las entidades bancarias ni el público en general se mostraban dispuestos a materializar una parte sustancial de su ahorro en inversiones a largo plazo. Las restricciones que la financiación del déficit público imponía al control monetario no contribuían, ciertamente, a reducir tales expectativas, ya que hacían albergar serias dudas a los agentes económicos sobre la capacidad de las autoridades para mantener la disciplina monetaria. Por otro lado, la financiación con fondos exteriores estaba descartada, no sólo porque el aumento constante del valor del dólar encarecía notablemente esta forma de financiación, sino también, porque las cuantiosas entradas de reservas que habrían tenido que producirse hubieran creado, asimismo, problemas de control monetario y, además, hubieran interferido en la política cambiaria. Así pues, al comenzar 1984 los pagarés del Tesoro parecían la alternativa adecuada por el momento.

A continuación se comentará la incidencia que, tanto estos cambios en la forma de financiar el déficit público como otras medidas de orden fiscal, han tenido para la política monetaria en

estos tres últimos años. Más adelante se analizará el papel desempeñado por los pagarés del Tesoro como instrumento de control monetario y su contribución a la integración de los mercados monetarios y financieros.

Para el análisis de la repercusión que la vertiente fiscal ha tenido sobre la política monetaria en el período 1984-1986 puede dividirse éste en tres etapas: la primera comprende el año 1984. Se caracteriza por la introducción del nuevo esquema de control monetario y la adopción de vías más ortodoxas para financiar el déficit público. Los pagarés del Tesoro sustituyen al recurso directo al Banco de España. La segunda etapa se extiende desde los primeros meses de 1985 hasta la mitad de 1986. Los fenómenos más destacables que en ella tienen lugar son: la promulgación de la ley 14/1985, de 29 de mayo, que regula el régimen fiscal de determinados activos financieros, y la implantación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) el 1 de enero de 1986. La tercera etapa comprende la segunda mitad de 1986. Se caracteriza por el aumento del peso relativo de la deuda pública a medio y largo plazo en la financiación del déficit público y la caída simultánea de los pagarés del Tesoro.

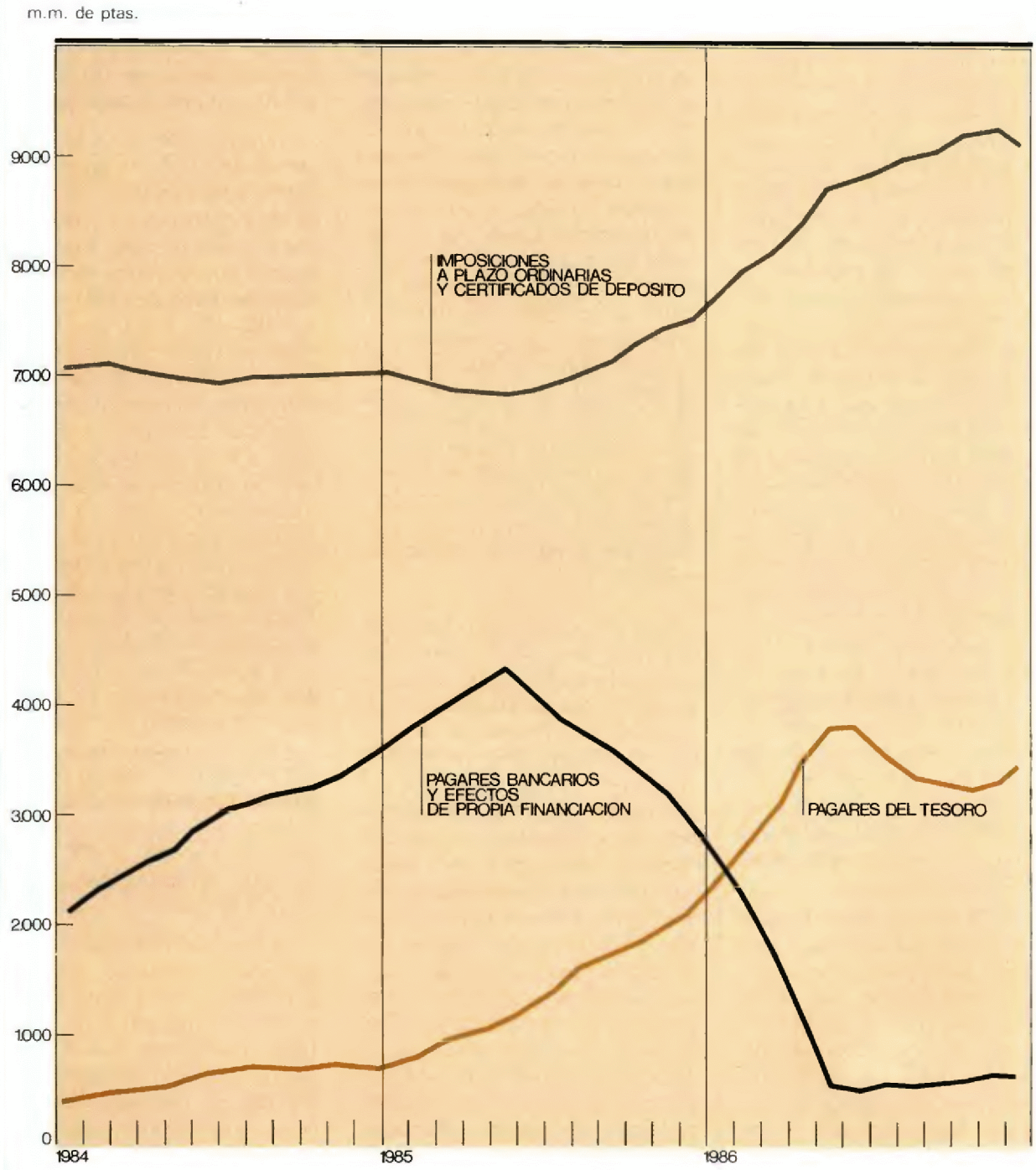
En 1984 tiene lugar el afianzamiento de los pagarés del Tesoro como principales instrumentos de financiación del déficit público. Durante el primer trimestre de dicho año se consolidaron los saldos de CRM existentes en las carteras de las instituciones bancarias, por un importe en torno a los 1.800 m.m., transformándolos en pagarés del Tesoro, a unos tipos de interés previamente pactados. En consecuencia, el saldo en circulación de pagarés del Tesoro creció considerablemente. Posteriormente, a partir del mes de julio de ese mismo año, la implantación del coeficiente de inversión en deuda a corto y medio plazo aseguró una parte importante de la demanda de pagarés. La imposición de este coeficiente fue, en un principio, inoperante, ya que los tipos de interés atractivos a que eran ofrecidos estos títulos, su fácil transformación en liquidez mediante su venta temporal, bien en el mercado interbancario o entre el público, y la fuerte demanda por parte de familias y empresas no financieras, que sumaban a su interesante rentabilidad la ventaja adicional de no sufrir retención alguna de sus rendimientos, impulsaron fuertemente la demanda de pagarés de las instituciones bancarias, llegando a rebasar hasta siete puntos porcentuales el nivel de coeficiente exigido.

Esta etapa presentó dificultades para la política monetaria, que se derivaron del proceso de ajuste de las instituciones bancarias al nuevo esquema de control. Posiblemente, las incertidumbres con que los nuevos cambios fueron contemplados por las entidades les llevó a adoptar posiciones de cautela que, en ciertos períodos, se manifestaron en una demanda de activos de caja muy superior a la necesaria para atender la expansión de sus pasivos computables y en una restricción muy acusada de su inversión crediticia. El Banco de España procedió a atender la liquidez demandada considerando la transitoriedad del fenómeno y en orden a no causar tensiones excesivas en los mercados monetarios. Es decir, en esta etapa se produjeron bruscas disminuciones transitorias del multiplicador monetario, por aumentos de la demanda de excedentes que el Banco de España compensó con un incremento de la oferta de activos de caja. Esta actuación contribuyó a la evolución ordenada de los tipos de interés de los mercados monetarios, que trazaron un continuo perfil descendente.

Durante 1985 y en la primera mitad de 1986 se produjo una fuerte aceleración de la demanda de pagarés por parte del público (véase gráfico 2) que se relaciona con la implantación, a finales de mayo de 1985, de la Ley 14/1985 (3). A partir de su entrada en vigor, los rendimientos de una gran parte de pasivos bancarios emitidos al descuento quedaban sometidos a retención fiscal. La ley establecía la obligación de informar al Ministerio de Hacienda por parte de los retenedores, con lo cual, la transparencia fiscal quedaba asegurada. Las operaciones con pagarés del Tesoro quedaron excluidas de la aplicación de esta ley; por lo tanto, a partir de su entrada en vigor, se convirtieron en el único activo financiero con posibilidades de ocultación fiscal. El deseo del gobierno de no obstaculizar la demanda de pagarés del Tesoro, ante el abultado déficit público que era preciso financiar, fue el motivo que determinó tal exclusión.

La Ley 14/1985 estableció dos períodos transitorios: los activos financieros a los que afectaba emitidos antes del 7 de julio de 1984, cualquiera que fuese su plazo, así como los emitidos antes del 30 de mayo de 1985, cuyo vencimiento no excediera a un año, quedaban exentos de retenciones. El conocimiento de este último período transitorio en la fase de discusión y aprobación de la ley determinó que,

GRAFICO 2
ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PRIVADO



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

en los meses previos a su entrada en vigor, se acelerase la emisión de un buen número de activos financieros afectados por ella. Por ejemplo, el saldo de pagarés bancarios se incrementó en cerca de un billón de pesetas en los cinco primeros meses de 1985. El avance de estos activos, junto con el que seguían experimentando los pagarés del Tesoro, impulsó fuertemente al alza la demanda de ALP que, con una tasa media de crecimiento del 17,2 por 100 en el primer semestre de 1985, rebasó ampliamente el límite superior de la banda de objetivos marcada para el año.

En la segunda mitad de 1985, una vez que la Ley 14/1985 entró en vigor, el crecimiento de los agregados monetarios se moderó bruscamente. La tasa media de expansión de ALP en este período se redujo hasta el 9,4 por 100. Aunque la fuerte moderación que experimentaron las necesidades financieras del sector público contribuyó, en parte, a esta caída, resultó insuficiente para explicarla en su totalidad, si se tiene en cuenta que durante estos seis últimos meses de 1985 coincidieron el descenso del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios y una disminución simultánea de los tipos de interés nominales. La explicación parece más bien apoyarse en una caída de la demanda de ALP basada en tres razones: la entrada en vigor de la citada Ley que desalentó la renovación de una gran parte de los vencimientos de pagarés bancarios producidos en el período; el anuncio de la implantación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) a partir del 1 de enero de 1986, como consecuencia de la adhesión definitiva a la Comunidad Económica Europea (CEE) a partir de esa fecha, que estimuló el adelanto a los últimos meses de 1985 de decisiones de gasto en bienes reales planeadas inicialmente para 1986. Este hecho tuvo especial reflejo en el mercado de la vivienda. Y, por último, el RD 2/1985, de 30 de abril, complementado con el RD 1167/1985, de 11 de septiempre, que modificó las normas del mercado de alquileres y estableció cláusulas ventajosas sobre planes de amortización en la inversión en bienes reales, estimulando de esta forma el gasto dirigido hacia este tipo de activos.

Estos tres factores operaron sobre la distribución de la riqueza del público, incentivando el desplazamiento desde activos financieros afectados por la reforma fiscal hacia pagarés del Tesoro, pero, en mayor medida, hacia activos reales.

Los primeros cinco meses de 1986 han sido, en realidad, una continuación del proceso de desplazamiento entre activos que se acaba de describir. Los intensos vencimientos de pagarés bancarios que se produjeron —2.250 m.m. entre enero y mayo— fueron reemplazados tanto por pagarés del Tesoro como por depósitos a plazo y certificados de depósitos tradicionales (véase gráfico 2). Hacia los primeros se dirigieron los fondos que buscaban especialmente la ocultación fiscal, animados, además, por las expectativas de una continuación en el descenso de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro. Estos movimientos tuvieron su reflejo en ALP modificando su composición pero no su demanda global. Sin embargo, probablemente, la demanda de este agregado sí aumentó, sobre todo durante el primer trimestre, por la sustitución en las carteras del público de pagarés de empresa —no incluidos en la definición de ALP, y cuyas amortizaciones también fueron abundantes en ese período— por pagarés del Tesoro.

A partir de junio de 1986 se inicia la tercera etapa a la que antes se ha hecho mención, y que se caracteriza por el nuevo desplazamiento a la baja que, probablemente, experimentó la demanda de ALP.

Los efectos de la nueva ley fiscal de los activos financieros, el continuo descenso de los rendimientos de los pagarés del Tesoro y las expectativas creadas en torno a la evolución futura de los mercados de deuda pública a medio y largo plazo impulsaron a los agentes económicos a buscar nuevos métodos para satisfacer sus necesidades, que supusieron nuevas alteraciones en las distribuciones de sus carteras de activos financieros. En concreto, se ha constatado, a partir de la segunda mitad de 1986, un trasvase del ahorro del sector privado desde pagarés del Tesoro hacia operaciones de seguro de prima única a cinco o más años, pagarés de empresa y deuda pública a medio y largo plazo.

Las preferencias del público por los seguros de prima única a cinco o más años han estado motivadas por razones de índole fiscal. En efecto, aquellos agentes interesados en la ocultación fiscal de sus rentas y patrimonios vieron cómo, a partir de la nueva ley de régimen fiscal de los activos financieros, sólo les quedó el recurso a los pagarés del Tesoro, y probablemente hacia estos activos se trasladaron inicialmente. Sin embargo, la continua pérdida de rentabilidad de estos títulos les

movió a mostrar una buena acogida a la oferta de seguros de prima única a cinco años. Este plazo es el mínimo establecido para la prescripción de la responsabilidad fiscal; por tanto, al término de la operación es posible aflorar los fondos anteriormente ocultos a efectos fiscales sin incurrir en penalización alguna (4). La forma en que estos desplazamientos afectaron a la demanda de ALP fue distinta según que las operaciones de seguro las hubieran realizado compañías ligadas o no ligadas a instituciones bancarias. En el primer caso, es muy posible que los fondos captados por las compañías de seguros, procedentes, en buena medida, de pagarés del Tesoro, revirtiesen a las entidades bancarias del grupo en forma de depósitos de las propias compañías aseguradoras. Si esto hubiera sido así, el efecto sobre la demanda global de ALP habría sido nulo. Pero no habría ocurrido lo mismo en el segundo caso. Si el público realizó las operaciones de seguro en compañías no ligadas a bancos, éstas tuvieron plena libertad para invertir los fondos en pasivos bancarios o en cualquier otro instrumento como, por ejemplo, deuda pública. En este último supuesto habría disminuido la demanda global de ALP.

Pero aquella parte del público no interesada especialmente por la opacidad fiscal prefirió sustituir las amortizaciones de pagarés del Tesoro de su cartera por pagarés de empresa y deuda pública a medio y largo plazo. En favor de ambos juega el bajo valor nominal de los títulos que se emiten —generalmente 10.000 pesetas— que les hace aptos tanto para los pequeños ahorradores como para las grandes empresas, que pueden materializar en este mercado sus excedentes transitorios de tesorería, y en favor de la deuda pública contribuye también la expectativa de un descenso futuro de sus tipos de interés.

Ambos mercados se han visto impulsados, en gran medida, por el interés que las instituciones bancarias han puesto en su desarrollo. Así, el público ha podido adquirir deuda pública no sólo en firme, sino también mediante compras temporales al sistema bancario. Esta última modalidad está mostrando una gran pujanza en los últimos meses. Por lo que se refiere a los pagarés de empresa, las entidades bancarias colaboran de dos formas. Por un lado, actuando de intermediarias entre agentes emisores y adquirentes en operaciones de pagarés de empresa tradicionales, que no tienen reflejo alguno en las distintas partidas del balance de los bancos. Por otro, favoreciendo el desarrollo de una nueva modalidad de pagarés de empresa, que consiste en la cesión total o parcial de un crédito bancario de su cartera. La institución bancaria correspondiente lo da de baja del activo de su balance. En ambos tipos de operaciones la entidad bancaria no otorga garantía y no asume, explícitamente, riesgo alguno, aunque, lógicamente, en última instancia, media la confianza de los agentes adquirentes en el banco que ha actuado de intermediario.

El desplazamiento del público desde pagarés del Tesoro hacia deuda pública a medio y largo plazo, adquirida en firme, y hacia pagarés de empresa afecta a la demanda de ALP, disminuyéndola, ya que ambos instrumentos no forman parte de este agregado. La sustitución por deuda pública adquirida temporalmente sólo afecta a la composición del agregado, puesto que estas operaciones de cesión temporal de las instituciones bancarias son equiparables, bajo la legislación actual, a las de cualquier otro activo bancario y forman parte de ALP.

Luego, a lo largo de 1985 y 1986, la política monetaria ha tenido que instrumentarse en un contexto de fuertes cambios en los mercados financieros, que han alterado las relaciones entre los distintos activos, provocando continuos desplazamientos, unas veces al alza y otras a la baja, de la demanda de ALP. Ha dejado así de cumplirse uno de los requisitos básicos exigidos para la efectividad de la política monetaria basada en el control de un agregado monetario: la estabilidad de su función de demanda. Esta inestabilidad ha restado capacidad a las autoridades para valorar, con prontitud, el grado de restricción o laxitud de la política monetaria aplicada; puesto que una evolución del agregado sometido a control por debajo de los objetivos cuando, al mismo tiempo, está registrándose un descenso de su demanda puede resultar expansiva, mientras que un crecimiento monetario por encima de objetivos puede ser restrictivo si coincide con un desplazamiento al alza de la demanda de la magnitud fijada como objetivo intermedio.

Los continuos desplazamientos del público entre los diferentes activos no sólo han introducido perturbaciones por el lado de la demanda de ALP, sino que han incidido también sobre su oferta en forma de una mayor variabilidad del multiplicador monetario, provocada, sobre todo, por los cambiantes ritmos de crecimiento de los pagarés

del Tesoro en manos del público. Estas perturbaciones de la oferta han causado, desde luego, menos problemas que las de la demanda a la instrumentación de la política monetaria, porque los saldos de pagarés del Tesoro en poder del público se han materializado, en su mayor parte, en anotaciones en cuenta, operaciones sobre las que el Banco de España dispone de información, con carácter global, en cada momento. Ello le ha permitido actuar compensatoriamente, si así lo ha decidido, sobre la oferta de activos de caja cuando se han registrado movimientos bruscos de los saldos de pagarés en poder de los particulares. Sin embargo, hay que reconocer que tales perturbaciones han obligado a adoptar una actitud mucho más vigilante y han complicado notablemente el esquema de control.

Por último, hay que hacer mención a otro problema que, sobre todo en el transcurso de 1986, se ha planteado a las autoridades para evaluar el curso de la política monetaria: las alteraciones que la implantación del IVA ha producido en la estacionalidad de los agregados monetarios.

La evolución de los ingresos y gastos del Estado afecta a la de los agregados monetarios; por tanto, en la medida en que aquélla tenga una estacionalidad muy marcada, inducirá un efecto paralelo en ésta. Estos movimientos estacionales se tratan de corregir con los correspondientes coeficientes de estacionalidad. Sin embargo, la estacionalidad no es un fenómeno observable directamente, sino que ha de estimarse. Estas estimaciones se realizan mediante modelos cuantitativos que utilizan como base de datos las series históricas de un conjunto de años. Aunque estos modelos otorgan una ponderación mayor al pasado más cercano, las innovaciones recientes se incorporan sólo lentamente a los coeficientes obtenidos.

La sustitución del esquema de imposición indirecta por el IVA a partir del 1 de enero de 1986 afectó el perfil temporal de los ingresos del Estado de dos formas distintas. Por un lado, alteró el calendario de recaudación. Con el antiguo sistema, prácticamente la totalidad del ingreso al Tesoro por impuestos indirectos era trimestral. Tras la implantación del IVA este ingreso pasa a ser mensual para aquellas empresas con facturación superior a los 1.000 millones de pesetas, en tanto que mantiene el plazo trimestral para el resto. Por otro lado, el nuevo esquema impositivo está mostrando una capacidad recaudatoria muy superior a la que en un principio cabía prever, lo que ha agudizado el problema para la estimación de coeficientes por el traslado de fechas (5).

Ante las dificultades de valoración de la política monetaria, por todas estas causas señaladas, las autoridades optaron, con frecuencia, a lo largo de estos tres años, por objetivos de tipos de interés. Esta actuación encuentra su apoyo en los principios de la teoría monetaria que demuestran la conveniencia de seleccionar como objetivo intermedio una variable de cantidades frente a una variable de precios —tipos de interés— cuando las perturbaciones de la economía provienen, más frecuentemente, del sector real que del financiero, porque así se minimizan las fluctuaciones de la renta nominal. Cuando, por el contrario, las fuentes de inestabilidad son más frecuentes en la vertiente financiera, como de hecho ha ocurrido en los últimos tres años, es más acertado tratar de minimizar las fluctuaciones de los tipos de interés. Sin embargo, hay que señalar que otras razones, como las decisiones sobre política cambiaria y el propio deseo de las autoridades de mantener en niveles moderados los tipos de interés, debieron contribuir decisivamente en ciertos períodos la relajación del objetivo de cantidades en favor de los tipos de interés.

3. LOS PAGARES DEL TESORO Y SU CONTRIBUCION A LA INTEGRACION DE LOS MERCADOS MONETARIOS Y FINANCIEROS

Hemos visto en el epígrafe anterior el papel desempeñado por los pagarés del Tesoro en la financiación del déficit público y cómo una gran parte de las dificultades planteadas a la política monetaria durante estos tres últimos años aparecen estrechamente ligadas a la evolución de estos pasivos del Estado. A continuación se va a analizar en qué medida este auge y caída de los pagarés del Tesoro ha incidido, también, en la conexión entre los mercados monetarios y financieros, y en su papel como instrumento de control monetario.

La función que, a partir de 1984, se otorgó a los pagarés del Tesoro como instrumentos de control de la liquidez primaria del sistema, tenía tres aspectos positivos: obligaba a una mayor coordinación entre la política monetaria y la política financiera del Estado; dadas las características que incorporaban, contri-

buía a una mayor integración entre los distintos mercados a corto, medio y largo plazo, facilitando la transmisión de los impulsos monetarios; y suponía un nuevo avance para el establecimiento futuro de un sistema de operaciones de mercado abierto, en base al cual instrumentar la política monetaria.

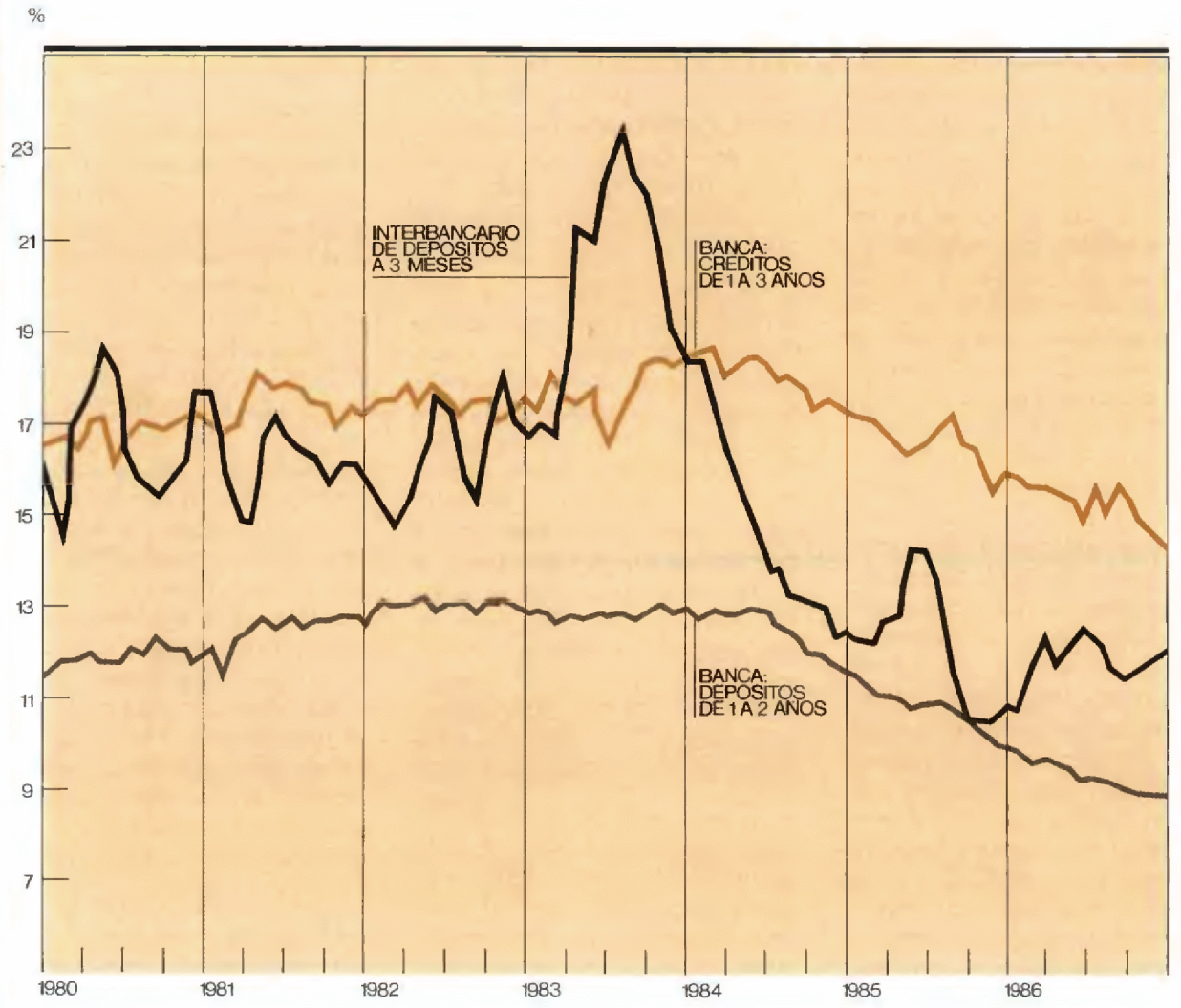
En efecto, el cambio de instrumento de control monetario desde los CRM a los pagarés del Tesoro sólo tenía sentido si la mayor parte del peso de financiar el déficit público recaía sobre la colocación de pagarés del Tesoro en las carteras del público y el sistema bancario directamente por el Tesoro, dejando al Banco de España la tarea residual de absorber los excesos de liquidez que pudieran producirse en determinados períodos mediante la venta temporal o en firme de pagarés del Tesoro de su cartera. Este reparto de tareas obligaba, lógicamente, al Tesoro a ofrecer los pagarés a tipos de interés de mercado. En la medida en que esto fuese así, la colocación en las carteras del público se produciría con rapidez y la financiación del déficit público ejercería una menor presión sobre los tipos de interés. Por el contrario, un intento del Tesoro de abaratar el coste de sus recursos, ofreciendo títulos a tipos por debajo de los del mercado, retraería la demanda del sector privado y obligaría a su colocación en el Banco de España para que fueran, posteriormente, filtrados al público por medio de ventas de su cartera a las instituciones bancarias. Esta actuación, además de entorpecer la labor de control del Banco de España, ejercería una presión alcista sobre los tipos de interés, al incrementar la intermediación desde el Tesoro al público. Asimismo, replicaría, en cierto modo, el antiguo esquema de los CRM, aumentaría los costes del Banco de España y mermaría, por tanto, su cuenta de resultados. Para evitar, pues, esta situación, el Tesoro habría de coordinar su política de emisión con las condiciones de precios en los mercados monetarios y financieros impuestas por la política monetaria.

Por otro lado, los pagarés del Tesoro, dadas las propiedades con las que a partir de 1984 se les dotó, estaban llamados a ejercer un papel preponderante en la integración que, a partir de dicho año, se produjo entre los mercados de activos y los de pasivos bancarios y, a través de ellos, entre el resto de los mercados financieros, lo cual potenció su función como instrumento de control monetario.

Efectivamente, con anterioridad a la creación del mercado de pagarés del Tesoro, en 1981, las entidades bancarias sólo disponían del mercado interbancario como alternativa para rentabilizar sus excedentes transitorios de tesorería, así como para adaptar los diferentes ritmos de la demanda de crédito privado. La aparición de estos títulos públicos constituyó, desde el primer momento, una alternativa clara para los depósitos del público en el sistema bancario, pero una opción sólo marginal para la inversión de las instituciones bancarias. Los tipos de interés a los que eran ofrecidos, netamente por debajo de los practicados en el mercado interbancario, hacían que las entidades bancarias siguieran contemplando este último mercado como la alternativa más próxima para ajustes de tesorería. No es sino en 1984, con la decisión de sustituir los CRM por ventas temporales de pagarés del Tesoro de la cartera del Banco de España, como instrumento de drenaje de liquidez, junto con las ventajas que para las entidades bancarias suponía la posibilidad de captar recursos mediante cesiones temporales de pagarés del Tesoro de su cartera a todo tipo de agentes, dada la no computabilidad de estas operaciones en los coeficientes legales y la libertad de tipos de interés de que las mismas gozaban, cualquiera que fuese su plazo, cuando la compartimentación existente de los diferentes mercados desaparece prácticamente. A partir de entonces, es el mismo instrumento el que constituye la alternativa más próxima, tanto para los depósitos del público como para las inversiones de tesorería de las instituciones bancarias. Estas podían ahora, ante caídas de la demanda de crédito, incrementar su inversión en pagarés del Tesoro, o bien realizar cesiones temporales de su cartera para conceder créditos ante un resurgir de la demanda de financiación del sector privado. Además, podían optar por realizar estas operaciones de cesión acudiendo al mercado interbancario o entre su clientela de pasivo, con plena libertad de tipos de interés y sin la obligación de computar los fondos obtenidos en los coeficientes legales. A través de estas interrelaciones, se producía, pues, una mayor conexión entre los distintos mercados.

Durante 1984 y la primera mitad de 1985 puede afirmarse que no se presentaron problemas importantes de coordinación entre la instrumentación de la política monetaria y la política de emisión de los pagarés del Tesoro, y que éstos cumplieron con satisfacción su papel integrador.

GRAFICO 3
TIPOS DE INTERES



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

Las instituciones bancarias y el público en general mostraron un creciente interés por estos títulos públicos, no sólo por la rentabilidad a que eran ofrecidos, sino también porque la diversidad de plazos que permitían las operaciones de cesión temporal les hacía aptos para una mayor gama de inversiones.

Para las familias y empresas no financieras este activo presentaba un atractivo adicional: la posibilidad de ocultación fiscal, al considerarse sus rendimientos como incrementos patrimoniales, no sujetos, por tanto, a retención. Por todo ello, fueron consolidando, con bastante rapidez, su posición como sustitutos muy próximos de los depósitos bancarios.

Por otra parte, la aparición de otros instrumentos financieros, como los pagarés de empresa, que comenzaron a emitirse a tipos similares a los de los pagarés del Tesoro, estableció el vínculo entre éstos y las operacio-

nes de crédito del sistema bancario. Asimismo, en este período se incrementó la proporción de crédito al sector privado concedido a tipo de interés variable ligado, mediante un diferencial, con los tipos del mercado interbancario. De esta forma, y con carácter global, los tipos activos y pasivos de las instituciones crediticias se aproximaron sustancialmente, mermando sus márgenes de intermediación. Esta reducción de márgenes se debió, en gran medida, al menor impacto sobre ellos de los coeficientes legales, ya que, por un lado, existía una proporción nada despreciable de recursos captados exenta de coeficiente y, por otro, la mayor parte de los activos retenidos por el coeficiente de caja estaba remunerada a tipos próximos a los de mercado; pero también contribuyó la competencia que los pagarés del Tesoro ejercían sobre los depósitos bancarios, actuando como freno para que las entidades bancarias pudieran modificar a la baja sus tipos pasivos ante caídas de los tipos de su inversión crediticia a interés variable. Este hecho fomentó la competencia entre entidades y las obligó a modificar con mayor frecuencia los tipos de interés de sus activos y pasivos ante variaciones de los negociados en los mercados monetarios.

La banca privada y las cajas de ahorros constituyeron importantes carteras de pagarés, situándolas muy por encima del coeficiente legal establecido, registrando, al mismo tiempo, un acusado descenso en el nivel medio deseado de activos de caja excedentes, al contar ahora con una parte de su activo rentable que era fácilmente convertible en liquidez.

Todo este proceso, ligado a las características de los pagarés del Tesoro y a la expansión de su mercado, fortaleció el papel de estos títulos públicos como instrumentos de control monetario, facilitando la actuación del Banco de España, quien, durante el período citado, ejerció adecuadamente sus labores de control monetario operando en ambos lados del mercado —inyectando o drenando liquidez— a tipos de interés bastante similares.

Asimismo, dicho proceso tuvo su reflejo en el mercado interbancario, donde los tipos practicados en las operaciones de depósito y en las de dobles con pagarés del Tesoro evolucionaron de manera muy uniforme y se aproximaron, notablemente, a los tipos pasivos de las instituciones bancarias, frente a la situación característica antes de 1984, en la que los tipos del mercado interbancario estuvieron más estrechamente relacionados con los correspondientes a los activos bancarios frente al sector privado (véase gráfico 3).

Descontando la operación de consolidación del saldo de CRM existente al finalizar 1983 —en torno a los 1.800 m.m. de pesetas— el saldo de pagarés en circulación casi se triplicó en el año y medio citado, contribuyendo a la agilidad y profundidad del mercado.

Esta mayor interrelación entre los distintos mercados facilitó la transmisión de los impulsos monetarios decididos por la autoridad monetaria, al incidir sobre un conjunto más amplio de demandantes y oferentes de recursos financieros y, probablemente, contribuyó también a una menor variabilidad de los tipos de interés negociados.

La promulgación de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, truncó este proceso de integración que se acaba de describir y debilitó el papel de los pagarés del Tesoro como instrumentos de control monetario.

En efecto, el hecho de que estos títulos de deuda a corto se convirtieran, a partir de junio de 1985, en el único activo financiero con posibilidades de ocultación fiscal, fraccionó de inmediato su mercado entre los inversores especialmente interesados en la evasión fiscal de sus rentas y patrimonios y aquéllos otros guiados por simples criterios de rentabilidad. Los primeros se dirigieron hacia los segmentos a más largo plazo del mercado por ser, claramente, los más atractivos para sus intereses. El mercado interbancario reflejó esta segmentación en forma de una apertura de los diferenciales de tipos entre las operaciones de depósito y de dobles con pagarés del Tesoro, apertura que era creciente con el plazo (véase gráfico 4). Por lo tanto, el mercado de pagarés del Tesoro, en los plazos más largos, se desgajó del resto de mercados de activos financieros.

En los primeros meses de entrada en vigor del nuevo esquema de fiscalidad de los activos financieros éste no entorpeció, de manera importante, la labor de los pagarés del Tesoro como instrumentos de control monetario, ya que los plazos más cortos del mercado, donde se concentraban tanto las operaciones de drenaje del Banco de España como las de las instituciones bancarias y las empresas para rentabilizar sus excedentes de tesorería, se vieron, relativamente, poco afectados. Sin embargo, la supresión de la subasta de pagarés a partir del mes de septiembre de 1985, al haber alcan-

zado el Tesoro los límites de emisión autorizados para el año, trasladó a los plazos cortos del mercado la presión de la demanda de pagarés del público. Esta pudo ser atendida gracias al fuerte descenso de los excedentes de las instituciones bancarias, a la reducción de un punto del coeficiente de pagarés y a las ventas a vencimiento de la cartera del Banco de España, el cual realizó bajo esta modalidad sus operaciones de drenaje de liquidez en los últimos meses de 1985.

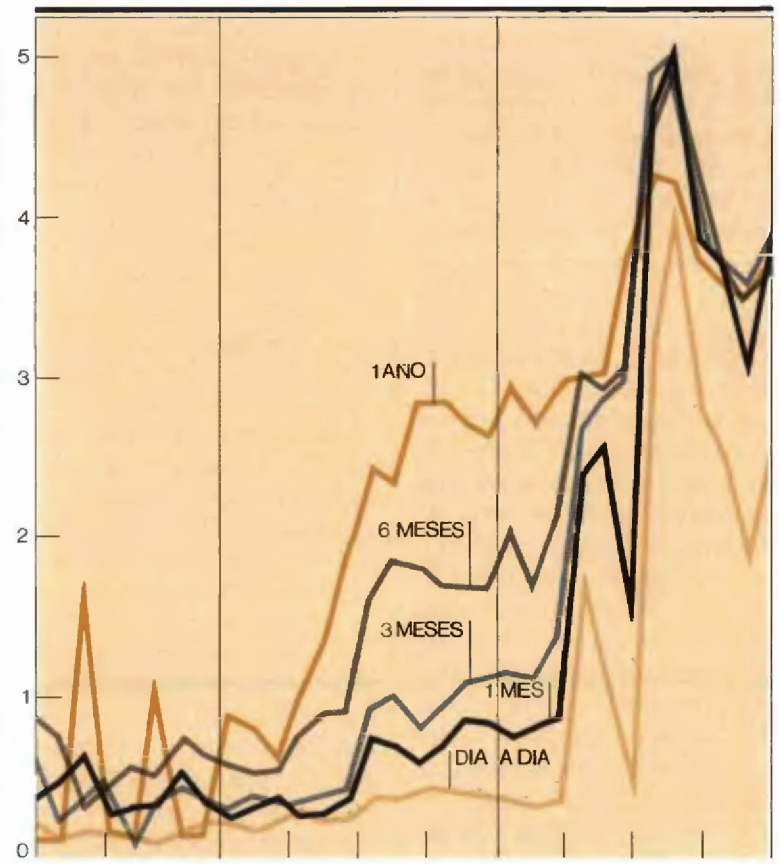
En el transcurso de 1986 culminó la ruptura de los pagarés del Tesoro como instrumentos aptos para el control monetario tal como en un principio se concibió. La creciente demanda del público durante el primer semestre de este año, derivada, en gran parte, de la reclasificación de sus carteras de activos financieros, continuó presionando sobre los excedentes bancarios, los cuales acusaron una sustancial reducción, al no mostrarse las entidades dispuestas a reponerlos a los tipos de interés decrecientes ofrecidos por el Tesoro, y ante la expectativa creada de nuevos descensos del coeficiente de pagarés. Como resultado de ello, la apertura de diferenciales de tipos de interés entre operaciones de depósitos y dobles del mercado interbancario de los plazos más largos se trasladó a los tramos cortos, llegando a rebasar, en algunos períodos, los cuatro y los cinco puntos porcentuales en las operaciones a un día y a un mes, respectivamente (véase gráfico 4).

En consecuencia, el mercado interbancario de dobles ha dejado de ser válido para ajustar las posiciones de tesorería de las entidades y está, en la actualidad, dominado por las exigen-

GRAFICO 4

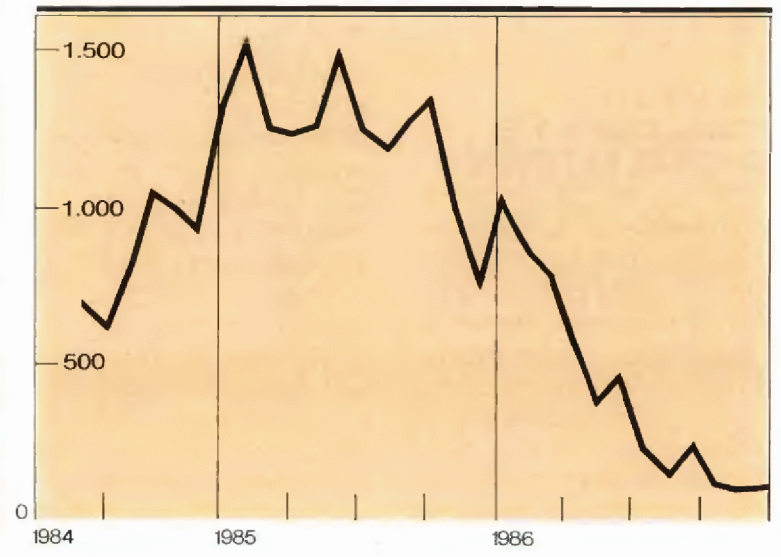
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERES DEL MERCADO INTERBANCARIO ENTRE OPERACIONES DE DEPOSITO Y DOBLES CON PAGARES DEL TESORO

(En porcentaje)



PAGARES DEL TESORO EN PODER DE INSTITUCIONES FINANCIERAS NO RETENIDOS POR EL COEFICIENTE (a)

m.m. de ptas.



(a) Excluido el Banco de España.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

cias de cumplimiento del coeficiente legal de deuda a corto y medio plazo. En estas condiciones, los pagarés del Tesoro han dejado, prácticamente, de tener validez como instrumento de drenaje de liquidez. No obstante, durante 1986 no se produjeron problemas importantes de control, pese a la constante generación de base monetaria que se registró como resultado de las abultadas compras de reservas realizadas por el Banco de España, derivadas del continuo superávit de la balanza básica y la política cambiaria practicada. El menor ritmo de crecimiento de las necesidades financieras de las administraciones públicas, respecto al de años anteriores y, sobre todo, el éxito alcanzado por el Estado en la colocación de deuda a medio y largo plazo, fruto, en gran parte, de una adecuada coordinación entre la política monetaria y de emisión de deuda pública, dieron como resultado que las operaciones de control del Banco de España se concretasen, durante la mayor parte del año, en continuas inyecciones de liquidez al sistema.

4. LA POLITICA MONETARIA Y EL SECTOR EXTERIOR

Se señalaba en la introducción, como uno de los requisitos para que un país pudiese llevar a cabo una política monetaria activa, que éste lograra mantener una cierta independencia respecto a sus relaciones con el resto del mundo. En este apartado se va a tratar de analizar hasta qué punto esta condición se ha conseguido en España durante los tres últimos años o si, por el contrario, el sector exterior de nuestra economía ha entorpecido la instrumentación monetaria.

La balanza por cuenta corriente de la economía española ha presentado, con frecuencia, situaciones de déficit. Estas fueron especialmente importantes entre los años 1974-1977 y 1980-1983, a raíz de las crisis del petróleo de 1973 y 1979. Los déficit de estos períodos fueron financiados, fundamentalmente, con créditos e inversiones del resto del mundo y, esporádicamente, con pérdida de reservas. Cualquiera de estas formas de financiar el déficit de la cuenta corriente era coherente con la decisión de las autoridades de instrumentar una política monetaria restrictiva dirigida a reducir la tasa de inflación. En efecto, la necesidad de captar recursos financieros exteriores obligaba al mantenimiento de una disciplina monetaria interior, de forma que los tipos de interés nominales nacionales se situasen por encima de los vigentes en los mercados internacionales. Por su parte, la pérdida de reservas exteriores actuaba directamente sobre la base monetaria reduciéndola.

Desde mediados de los años setenta, y con anterioridad a 1984, sólo tras la devaluación de la peseta de julio de 1977, decisión integrada en una serie de medidas para ajustar la economía acordadas en los Pactos de la Moncloa, la balanza corriente registró un importante superávit. Esta situación complicó notablemente la instrumentación monetaria, ya que el firme deseo de las autoridades de mantener una política monetaria restrictiva para reducir la tasa de inflación, situada entonces en torno al 25 por 100, impulsaba al alza los tipos de interés nominales que, a su vez, alimentaban entradas de capital exterior. Con el fin de moderar la tendencia a la apreciación de la peseta que esta situación provocaba, el Banco de España tenía que adquirir importantes cantidades de reservas, que inducían a un crecimiento automático de la base monetaria. La presión ejercida para restringir la liquidez del sistema impulsó fuertemente al alza los tipos de interés que, en el verano de 1978, en los plazos más cortos del mercado interbancario, llegaron a rebasar el 25 por 100. Desde mediados de 1979 los intercambios corrientes fueron nuevamente deficitarios. Probablemente, esta experiencia vivida en 1978 fue tenida muy en cuenta por las autoridades monetarias cuando, a partir de 1984, la balanza corriente se situó nuevamente en posición de superávit.

La forma en que las relaciones con el resto del mundo ha afectado a la política monetaria en el transcurso de los años 1984 a 1986 ha sido muy distinta. Durante 1984 la evolución expansiva del sector exterior y la tendencia a la apreciación del tipo de cambio de la peseta condicionaron notablemente la instrumentación monetaria. A partir de 1985 se adoptaron una serie de medidas tendentes a lograr que las relaciones con el resto del mundo causaran menos interferencias a la política interna. Tales medidas han resultado efectivas en 1985, pero se han mostrado insuficientes en 1986.

En el año 1984 prosiguió la mejora de nuestros intercambios exteriores, iniciada en el año anterior, de manera que la balanza por cuenta corriente registró un superávit de 1.070 millones de dólares frente a un déficit de 3.553 millones en 1983. La reactivación de la economía america-

GRAFICO 5
CONTRAPARTIDAS DE LA BASE MONETARIA



(a) Ajustado por cambios de valoración del saldo de reservas.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

na, la continua tendencia al descenso desde 1980 del tipo de cambio efectivo real frente al conjunto de países desarrollados y, desde la devaluación de 1982, frente a la CEE, junto con la debilidad que estaba registrando la demanda interior, impulsaron de forma notable las exportaciones españolas.

Este superávit no fue compensado por los movimientos autónomos de la balanza de capitales, sino que, por el contrario, éstos registraron entradas netas por cerca de 3.500 millones de dólares, dando como resultado un incremento de las reservas exteriores por unos 4.600 millones de dólares. Según puede observarse en el gráfico 5, el incremento de las reservas centrales fue el principal factor de generación de base monetaria, sustituyendo el papel que, en el mismo sentido, había desempeñado, hasta entonces, el sector público.

Varias son las razones que ex-

plican este movimiento de la cuenta capital. En primer lugar, hay que tener en cuenta las restricciones entonces vigentes, impuestas por el control de cambios a la salida de capitales españoles al exterior. En ausencia de éstas, probablemente se hubiera producido un incremento de inversiones hacia el resto del mundo, en un contexto de fuerte caída del diferencial de tipos de interés españoles respecto a los que se estaban registrando en los mercados internacionales. En segundo lugar, la posición conservadora que adoptaron las instituciones bancarias españolas, en su adaptación al nuevo esquema de control monetario, les llevó a restringir fuertemente la oferta de crédito al sector privado y a no modificar sus tipos de interés activos. En consecuencia, el sector privado hubo de buscar financiación directa en los mercados exteriores (véase gráfico 6). En tercer lugar, contó la actuación en este mismo sentido del sector público que, en el transcurso de 1984, obtuvo financiación directa neta de los mercados internacionales por unos 800 millones de dólares. Por último, las expectativas optimistas que sobre el tipo de cambio de la peseta se fueron configurando en los mercados cambiarios, a medida que transcurrió el año, contribuyeron a alentar las inversiones extranjeras en España, registrándose unas entradas netas por este concepto de cerca de 2.000 millones de dólares.

Estos movimientos en la balanza de capital, junto al superávit corriente, ejercieron una continua presión alcista sobre la peseta. Ante esta situación, las autoridades tenían dos opciones: dejar que la peseta se apreciara o actuar compensatoriamente adquiendo volúmenes importantes de reservas. La apreciación nominal de la peseta tenía el inconveniente de que provocaría un fuerte crecimiento del tipo de cambio efectivo real, dado el diferencial creciente entre los precios españoles y los extranjeros, que acabaría por repercutir en la balanza corriente fomentando su tendencia al déficit. La segunda opción incidía sobre la creación de base monetaria, obligando a las autoridades a actuar compensatoriamente si se deseaba mantener el crecimiento de los agregados monetarios dentro de las pautas marcadas por los objetivos. Esta medida presionaría al alza los tipos de interés, dadas las abultadas necesidades de financiación que continuaban registrando las administraciones públicas. La subida de tipos estaba en contra de los deseos manifestados por las autoridades de favorecer su descenso a fin de aligerar la carga financiera de la deuda pública de años sucesivos. En estas condiciones, se optó por una posición intermedia, dejando que la peseta se apreciara en términos nominales un 5,1 por 100 frente a la CEE y un 2,3 por 100 frente al conjunto de países desarrollados, lo que se tradujo en una apreciación real del 6 por 100 y del 8,9 por 100, respectivamente, en términos del índice de precios al consumo. Para ello, el Banco de España hubo de adquirir cerca de 4.500 millones de dólares y dejar que los ALP se situaran en el límite superior de la banda de objetivos para que los tipos de interés mantuvieran su tendencia al descenso.

A mediados de 1984 se adoptaron, sin embargo, dos tipos de decisiones que tuvieron poca incidencia en dicho año, pero que fueron el preludio de las que, en el mismo sentido y con mayor fuerza, se adoptaron en 1985 y 1986 a fin de aliviar esta interferencia entre la política monetaria y la política cambiaria. Estas fueron: la autorización a los residentes españoles para adquirir títulos de renta fija o variable en divisas, siempre que los emisores fuesen personas jurídicas españolas públicas o privadas (RD 1340/1984, de 4 de julio), y la decisión del Tesoro, en los últimos meses del año, de cancelar anticipadamente financiación exterior.

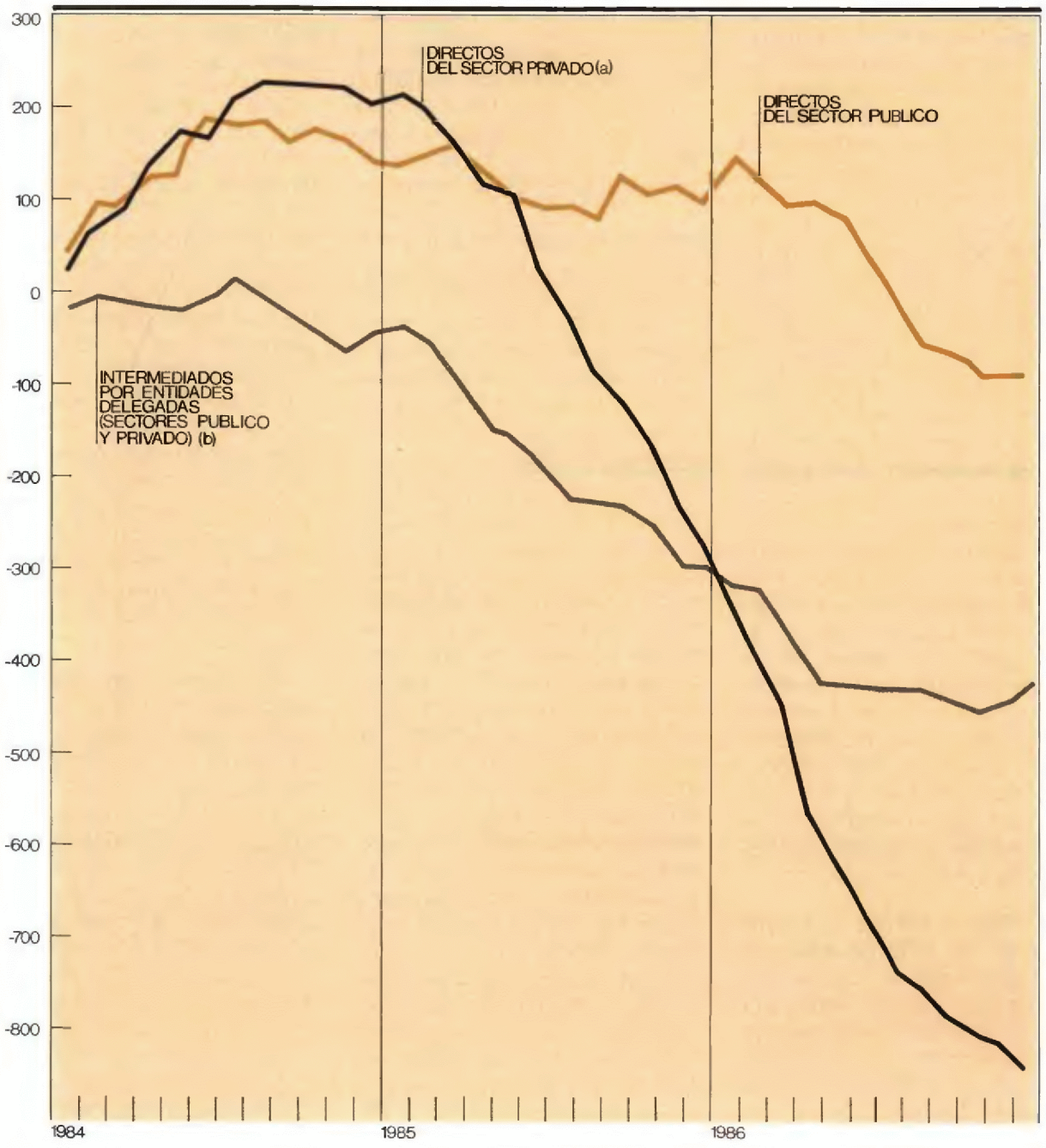
A partir de 1985 se decidió poner fin a la tendencia a la apreciación nominal de la peseta, registrada en el año anterior, tratando de mantener estabilizado el tipo de cambio efectivo real frente al conjunto de países desarrollados. La persistencia de la situación de superávit en la balanza por cuenta corriente decidió a las autoridades a adoptar en 1985 y 1986 una serie de medidas liberalizadoras. Sin pretender hacer una exposición exhaustiva de tales medidas, que se recogen con detalle en otro artículo de esta publicación, éstas han consistido en ampliar las posibilidades de inversiones en activos financieros denominados en divisas de los residentes españoles, conceder una mayor libertad a las operaciones del mercado de divisas a plazo y, sobre todo, adoptar una actitud permisiva amplia para cancelar anticipadamente financiación exterior.

Durante 1985 este conjunto de acciones cumplieron bastante satisfactoriamente su papel equilibrador. El superávit que registró la cuenta corriente —1.585 millones de dólares— fue sobradamente compensado con los movimientos autónomos de capital entre los que desta-

GRAFICO 6

VARIACION NETA ACUMULADA DE CREDITOS RECIBIDOS DEL EXTERIOR EN MONEDA EXTRANJERA

m.m. de ptas.



(a) Según el Registro de Caja.
(b) Corregidos de efecto valoración.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

can: la disminución en unos 2.850 millones de dólares del saldo neto de créditos directos del exterior a España —2.600 millones del sector privado y 250 millones del sector público—, gran parte de ella por amortizaciones con carácter anticipado; el incremento de las inversiones de España en el exterior por cerca de 600 millones de dólares y la reducción en unos 1.300 millones de dólares de los pasivos exteriores netos del sistema bancario, en correspondencia a la cancelación de préstamos exteriores de los sectores público y privado intermediados por entidades delegadas. Como resultado de ello, las reservas totales de divisas se redujeron en 2.520 millones de dólares. De esta reducción, la de unos 700 millones de dólares se produjo en el mes de diciembre y se debió a la fuerte intervención que tuvo que realizar el Banco de España, en los últimos días de dicho mes, frente a la especulación que se desató contra la peseta por las expectativas de depreciación del tipo de cambio ante la entrada en la CEE, a partir del 1 de enero de 1986. Este movimiento quedó prácticamente compensado en el mes de enero, una vez que tales expectativas no se confirmaron y las operaciones especulativas se deshicieron.

En 1985 la política cambiaria hubo de ser muy flexible para moderar el impacto de las fuertes oscilaciones registradas por el dólar americano, que pasó de apreciarse frente a la peseta un 8 por 100 en 1984 a depreciarse un 10 por 100 en 1985. Las autoridades trataron de evitar una apreciación nominal excesiva frente a la moneda americana, aunque para ello hubieron de aceptar una pérdida de valor del 9 por 100 frente a la CEE. El resultado de tal política fue una depreciación real del 5,8 por 100 frente a esta área y una evolución bastante estable respecto al conjunto de países desarrollados, frente a los cuales la depreciación real fue de 1,6 por 100.

En el transcurso de 1986 se puso nuevamente de manifiesto el limitado margen de maniobra que un país como España posee frente a perturbaciones de origen externo de cierta consideración. La fuerte mejora de la relación real de intercambio, por la caída de los precios en origen del petróleo y la pérdida de valor del dólar americano, acentuaron el superávit por cuenta corriente que, con los datos del registro de caja del conjunto del año, se situó cerca de los 5.000 millones de dólares.

Este saldo no pudo ser compensado por las operaciones autónomas de capital, ya que, pese a que se produjo una caída neta considerable del crédito recibido del exterior —4.028 millones de dólares de crédito directo del sector privado, 1.750 millones del sector público y 1.236 millones de las entidades delegadas— se registraron también fuertes entradas de capital, entre las que destacan: las inversiones procedentes del exterior, tanto directas como de cartera y en inmuebles, por un importe global cercano a los 5.200 millones de dólares y el incremento del saldo de pesetas convertibles de las instituciones bancarias por 1.125 millones de dólares. Las primeras han respondido, en general, a la creciente atracción de los capitales extranjeros por nuestro país, a medida que se avanzan nuevos pasos tanto en la integración en la CEE como en el proceso de liberalización de nuestros mercados de capitales. Los segundos son atribuibles al diferencial de tipos de interés nominales nacionales y exteriores, que se incrementaron en cerca de tres puntos entre enero y diciembre, situándose en este último mes en el 6,0 por 100, y a las expectativas favorables sobre el futuro del tipo de cambio de la peseta.

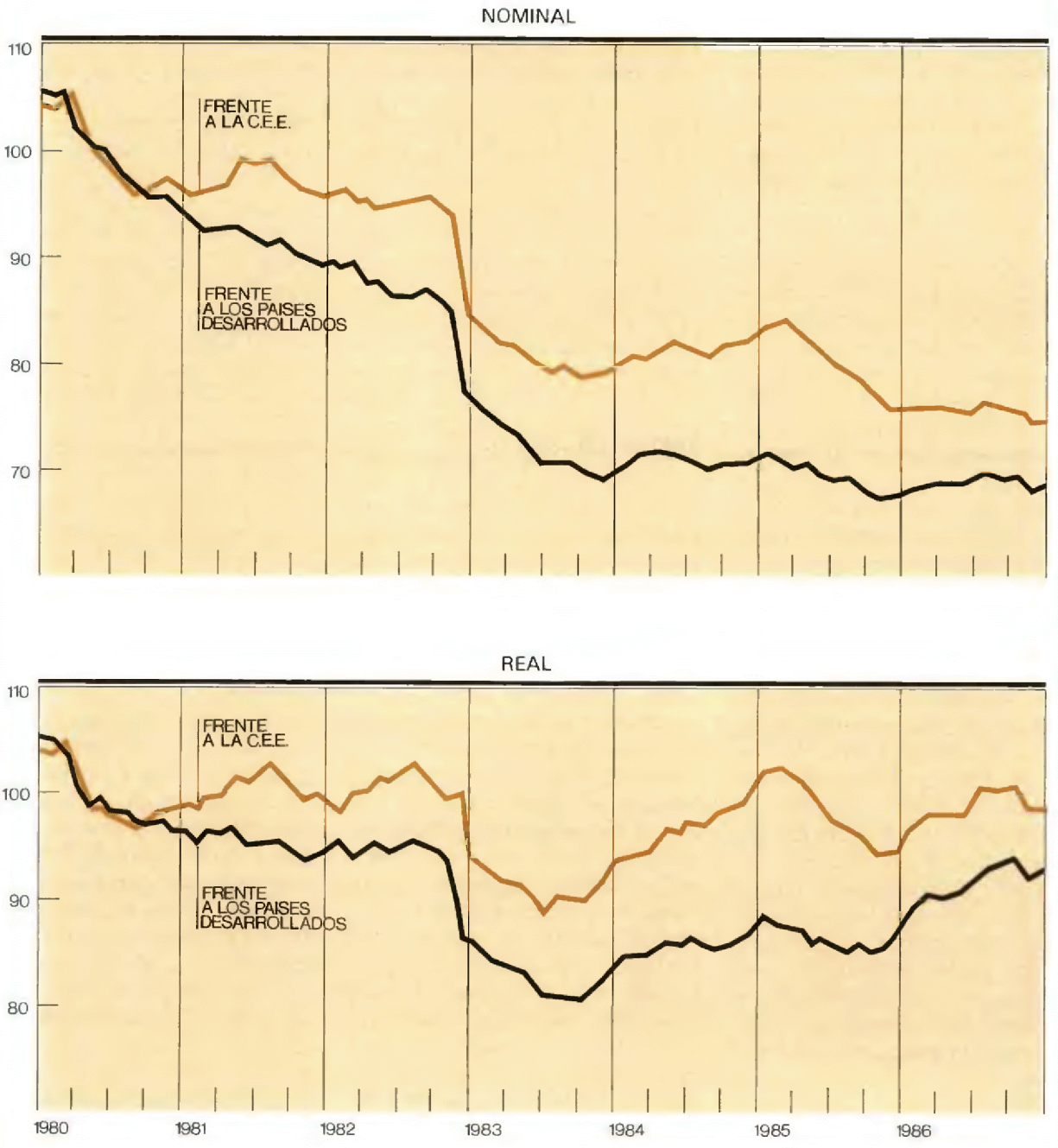
Como consecuencia de todo ello, las reservas centrales aumentaron en el año en 2.700 millones de dólares. Debido a estas abultadas compras de divisas del Banco de España, la peseta se apreció, en términos nominales, sólo un 1,3 por 100 frente al área de países desarrollados, registrando frente a la CEE una depreciación del 2,2 por 100. Sin embargo, la ampliación del diferencial entre precios interiores y exteriores ha hecho que la peseta experimentase una apreciación real de un 4,3 por 100 frente a la CEE y de un 7,8 por 100 frente al grupo de países desarrollados, tomando los correspondientes índices de precios al consumo.

En resumen, en 1986 se ha producido de nuevo una clara confrontación entre la política monetaria y la política de tipo de cambio, pues la mejora en la relación real de intercambio se ha debido a causas externas y quizá transitorias, mientras los diferenciales de inflación con los países de nuestro entorno económico continúan evolucionando en contra de la competitividad de los productos españoles en el exterior. Ante esta situación, es necesario instrumentar una política monetaria restrictiva que contribuya a reducir el ritmo de crecimiento de los precios interiores. Esta política monetaria restrictiva produce presiones alcistas sobre los tipos de interés nominales, o, en todo caso, limita su descenso, traduciéndo-

GRAFICO 7

TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS DE LA PESETA (a)

(Indice base 100 = Ø 1980)



(a) En términos de Indice de Precios al Consumo.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

se, por lo general, en un incremento de los diferenciales respecto a los tipos exteriores. Este incremento de diferenciales provoca entradas de capital que, en una situación de superávit corriente, agudizan la presión sobre la peseta en los mercados de cambios y, para mitigarla, el Banco de España ha de intervenir en los mercados cambiarios adquiriendo cantidades importantes de reservas, con la consiguiente generación de base monetaria.

En circunstancias distintas a las registradas en 1986, el mantenimiento de los objetivos monetarios hubiese obligado a las autoridades a actuar compensatoriamente reduciendo el crédito neto al sistema bancario, con la consiguiente presión sobre los tipos de interés de los mercados monetarios. Sin embargo, durante 1986, la colocación neta de deuda a medio y largo plazo por encima de las necesidades netas de financiación del Estado contribuyó a esterilizar una gran parte de la generación de base monetaria procedente del sector exterior. Aun así, para conseguir los objetivos monetarios, fue preciso aceptar elevaciones de los tipos de interés, en torno a los 1,5 puntos porcentuales, en las operaciones de depósito del mercado interbancario, elevación que, como antes se ha señalado, se tradujo en una ampliación de los diferenciales entre tipos de interés interiores y exteriores que intensificó la entrada de capitales del resto del mundo.

La incompatibilidad entre los objetivos monetarios y de tipo de cambio surgida en 1986 se ha agudizado en los primeros meses de 1987. El deseo de las autoridades de recuperar la competitividad exterior mediante una base real, esto es, reduciendo el diferencial de inflación respecto a los países de nuestro entorno económico, deja fuera de dudas la necesidad de instrumentar una política monetaria con un grado de restricción importante. Sin embargo, a las abultadas necesidades financieras que las administraciones públicas continúan aún presentando, y a la persistencia del superávit de la balanza corriente se ha sumado una notable reactivación de la demanda de crédito del conjunto de familias y empresas no financieras, lo que está haciendo especialmente difícil la consecución de los objetivos monetarios. En consecuencia, el Banco de España se ha visto obligado a decidir continuas elevaciones del tipo marginal de la subasta de préstamos de regulación —cerca de tres puntos entre principios de enero y los primeros días de abril— y a adoptar decisiones más drásticas, como la elevación de un punto del coeficiente de caja.

Esta restricción monetaria se ha dejado sentir especialmente en los mercados monetarios, donde, por ejemplo, en las operaciones de depósito a tres meses del mercado interbancario los tipos de interés negociados se han elevado algo más de cuatro puntos durante el primer trimestre del año y, aunque con lentitud, está acabando por transmitirse a los mercados a más largo plazo. Este aumento de los tipos de interés interiores ha ampliado el diferencial respecto a los vigentes en los mercados internacionales, provocando fuertes entradas de capital, en gran parte de carácter especulativo, que, junto al superávit de la balanza corriente, han agudizado las presiones sobre la peseta en los mercados cambiarios.

Las opciones que ante esta situación se les presentan a las autoridades son muy limitadas. Si decidiesen no intervenir, dejando actuar libremente a las fuerzas del mercado y permitiendo que la peseta se aprecie, se facilitaría el control monetario, pero empeoraría aún más la competitividad exterior, con graves perjuicios para el sector exportador. Si para frenar las entradas especulativas de capital adoptasen una política de depreciación del tipo de cambio, las compras de reservas que el Banco de España habría de realizar serían cuantiosas, y para mantener la disciplina monetaria habrían de restringir notablemente el crédito interno, en concreto el dirigido al sector privado. Una opción intermedia, consistente en mantener aproximadamente equilibrado el tipo de cambio nominal de la peseta frente a la CEE, ha sido la alternativa elegida por las autoridades durante gran parte del primer trimestre de 1987. Al mismo tiempo, para dificultar las entradas de capital especulativo, han acordado someter a la base de cómputo del coeficiente de caja los incrementos de pesetas convertibles a partir de la segunda decena de marzo. El mantenimiento de esta política cambiaria ha derivado en una abundante creación de base monetaria, que se ha sumado a la generada por el sector público y que las autoridades monetarias no se han mostrado dispuestas a esterilizar por completo, con el fin de evitar elevaciones de los tipos de interés superiores a las anteriormente señaladas. Tal decisión se ha traducido en un desbordamiento sistemático de los ALP muy por encima de los objetivos diseñados.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

A la vista de cuanto se acaba de exponer, cabe deducir que, a lo largo de los tres últimos años, la reforma del control monetario de 1984 ha tenido un éxito limitado.

Se han conseguido importantes avances en la forma de financiar el déficit público. El auge del mercado de pagarés del Tesoro hasta mediados de 1986 sirvió como paso intermedio hacia la captación de recursos del Estado mediante emisiones de deuda pública a medio y largo plazo, lo cual aligeró, notablemente, las labores de control del Banco de España. Sin embargo, la propia problemática de financiar el déficit público gravitó en la reforma fiscal de los activos financieros recogida en la Ley 14/1985, de 29 de mayo. La discriminación favorable de los pagarés del Tesoro que dicha Ley incorpora ha puesto fin a la validez de estos títulos públicos como instrumentos de control monetario y de integración de los distintos mercados financieros. Por tanto, la elección de un instrumento apto para el control monetario y exento de interferencias fiscales es un problema que, actualmente, está por resolver. A este respecto hay, no obstante, que señalar que el propósito que recoge la Orden de 22 de enero de 1987 del Ministerio de Economía y Hacienda de emitir regularmente bonos del Estado, junto con la eventual próxima puesta en funcionamiento del mercado de anotaciones en cuenta de deuda pública, podría cubrir este vacío existente, siempre que el Tesoro se muestre dispuesto a asumir los costes que la financiación del déficit público requiere, ofreciendo los bonos a tipos de interés de mercado.

Por otro lado, la promulgación de la citada Ley 14/1985 ha acelerado el proceso de innovación financiera en el que España, al igual que la mayoría de países desarrollados, se halla inmersa, alterando, profundamente, las relaciones entre los diferentes activos financieros y entre éstos y los activos reales, e induciendo continuas redistribuciones en las carteras del público. Como consecuencia de ello, el agregado monetario ALP ha venido registrando una evolución muy inestable, derivada de los continuos desplazamientos de su demanda. Ello ha dificultado sustancialmente la valoración e instrumentación de la política monetaria, cuestionando la validez de tal magnitud como objetivo monetario intermedio, al haberse tornado más imprecisa su relación con la renta nominal.

Finalmente, la creciente integración de nuestro país en la Comunidad Económica Europea y en los mercados financieros internacionales ha hecho más dependiente a la política monetaria nacional respecto a la seguida en el resto de los países, lo cual obliga a plantearse, de cara al futuro, una mayor armonización de la política española con la de los países de su entorno económico, armonización que, por lo que se desprende del análisis realizado, excede del terreno estrictamente monetario para adentrarse en el de la política económica general.

NOTAS

(*) Agradezco a Javier Ariztegui, Gonzalo Gil y José Pérez sus comentarios y sugerencias; a Valeriano García y Rafael Martínez, la confección de los gráficos, y a M.ª Dolores Rodríguez, su esmerada labor mecanográfica. Los errores e imprecisiones que pueda contener este trabajo son sólo de mi responsabilidad.

(1) Un análisis más detallado sobre los motivos, propósitos y alcance de esta reforma puede encontrarse en el *Informe Anual* del Banco de España relativo a 1983, págs. 128 a 139, en el *Boletín Económico* de febrero de 1984 y en el artículo de J. Ariztegui «El coeficiente legal de caja en España», contenido en el n.º 4 de *Suplementos del Sistema Financiero* de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA (FIES)

(2) Esta evolución de los tipos de interés reales se refiere a los expresados como diferencia entre los correspondientes tipos nominales y la tasa de variación interanual del índice de precios al consumo. Se trata, por tanto, de un tipo real *ex-post*. Otros criterios de obtención de los tipos de interés reales dan resultados distintos durante estos tres últimos años. Véase, por ejemplo, el procedimiento seguido por Eduardo Fernández en su artículo «Evolución reciente de los tipos de interés», contenido en esta misma publicación.

(3) Una descripción detallada de los aspectos que dicha Ley abarca puede encontrarse en el artículo «Regulación bancaria del 2.º trimestre de 1985» del *Boletín Económico* del Banco de España, correspondiente a julio-agosto de 1985.

(4) La promulgación del Real Decreto 2.529/1986, de 5 de diciembre, pudo suponer en un primer momento, la pérdida de atractivo de estas operaciones, al establecer que todos los empresarios o profesionales habrán de informar al Ministerio de Hacienda sobre sus operaciones con terceras personas cuya cuantía exceda, en el año natural, la cifra global de 500.000 ptas. Sin embargo, el hecho de que las compañías de seguros estén exentas de la emisión de facturas (lo que, en la práctica, se traduce en su exclusión de dicha obligación de informar) y de que las primas satisfechas por seguros de vida sean, junto con la inversión en vivienda y en títulos de renta variable, los únicos conceptos que, a partir de 1987, gozan de desgravación por inversiones en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), contribuyen a que su demanda, en los primeros meses de 1987, continúe pulsando con intensidad. Por motivos fiscales en unos casos y por simple razón de rentabilidad en otros.

(5) Es muy probable que en 1987 se presenten también errores importantes en la estimación de los coeficientes estacionales de las necesidades financieras del sector público y, por tanto, de los agregados monetarios, al haberse adoptado, a partir de dicho año, para la recaudación de las retenciones a cuenta del IRPF, el mismo esquema del IVA. Es decir, mensual para las empresas con facturación superior a los 1.000 millones de pesetas y trimestral para el resto, frente al esquema trimestral vigente hasta ahora.

TRES AÑOS DE CONTROL DE LOS ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO (*)

En 1983 las autoridades monetarias cambiaron la variable que constituía su objetivo intermedio, como preludio de un conjunto de medidas encaminadas a mejorar los procedimientos de control monetario y de financiación del déficit público (Ley 26/1983, de 26 de diciembre y disposiciones conexas). El objeto de este artículo de **Antonio Argandoña** es evaluar los resultados de ese control de los activos líquidos en manos del público (ALP o M4) desde 1983 hasta 1986, buscando en las publicaciones del Banco de España su concepción de la política monetaria, sus condicionantes y las pautas de su implementación.

En primer lugar, analiza los resultados del control monetario y los criterios de fijación del objetivo intermedio, para ocuparse luego de las distintas causas de la variabilidad de los ALP: la acomodación pasiva a las perturbaciones en la demanda de dinero y los cambios en la oferta, tanto no provocados (financiación del déficit público, perturbaciones aleatorias, velocidad de regreso a la senda de objetivos y sometimiento al desarrollo ordenado de los mercados financieros) como provocados (principalmente la política de reducción de los tipos de interés y la concepción de la inflación y su relación con la política monetaria), para acabar con algunas conclusiones.

LOS RESULTADOS DEL CONTROL MONETARIO

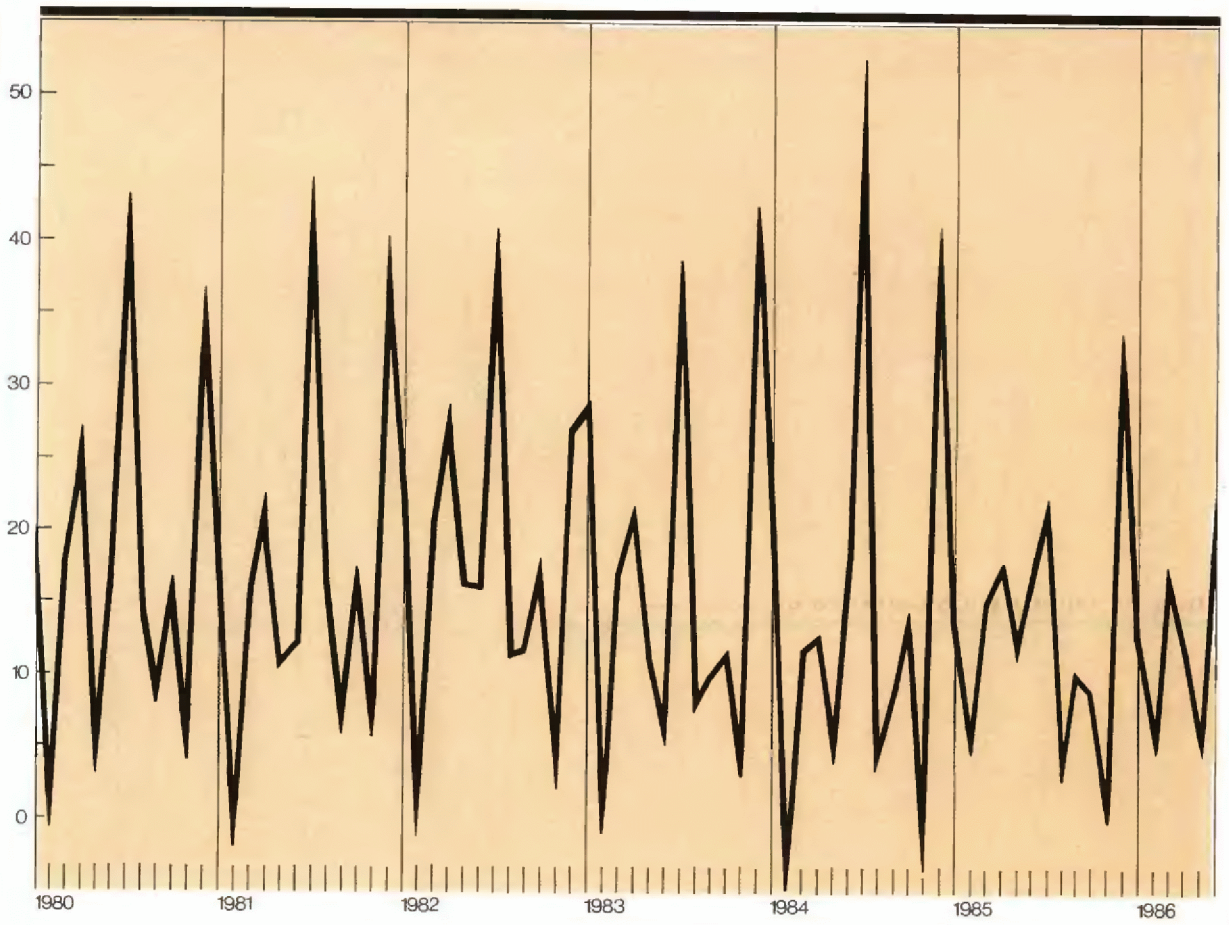
NO disponemos de un criterio preciso para valorar si una política monetaria resulta acertada o no. La contribución a la estabilidad del marco económico, que los manuales suelen citar como objetivo último de dicha política, resulta demasiado imprecisa. Si ese marco estable se concreta en una tasa de inflación reducida, la política monetaria española en el período considerado debe ser calificada positivamente (aunque se podría discutir si el ritmo de desaceleración de la inflación ha sido el adecuado). Pero también parece lógico exigir que la evolución monetaria sea suave, de forma que no provoque perturbaciones en otras variables. Y este criterio, a nuestro juicio, no se ha cumplido satisfactoriamente.

El gráfico 1 muestra la tasa de crecimiento mensual de los ALP desde enero de 1980 hasta junio de 1986. Las oscilaciones son grandes y se acentúan en el período considerado (1). El Banco de España sostiene, sin embargo, que las variaciones de la cantidad de dinero a corto plazo deben ser necesariamente grandes, para evitar la «inestabilidad instrumental». Dado que una parte no despreciable de la volatilidad de la serie es puro «ruido», el intento de mantener una tasa de crecimiento más estable obligaría a actuaciones correctoras cuantiosas y bruscas, que aumentarían considerablemente la volatilidad de los tipos de interés (y, a la larga, dificultarían la consecución de los objetivos últimos de la política monetaria). Sostiene también nuestro banco emisor que la elevada variabilidad de la cantidad de dinero no tiene efectos sensibles sobre la conducta de los sujetos económicos, siempre que éstos vean las oscilaciones como transitorias (y, efectivamente, resulten de corta duración: hasta un trimestre, más o menos). Ambos argumentos pueden ser discutidos; baste señalar aquí que, como trataré de mostrar en las páginas que siguen, buena parte de la volatilidad de la serie de ALP se debe a acciones directamente intentadas por el Banco de España y no a perturbaciones inevitables.

Las autoridades monetarias españolas admiten que el control monetario puede llevarse a cabo eficazmente sobre períodos de un trimestre o algo más. De ahí que los objetivos de crecimiento monetario se establezcan en forma de tasas de crecimiento de una serie formada por las medias móviles intertrimestrales de la serie desestacionalizada de ALP. El gráfico 2 refleja la evolución de dicha tasa; la volatilidad es, obviamente, mucho menor que la del gráfico 1, pero sigue siendo elevada —y después de 1983 no difiere sensiblemente de la de años anteriores (2).

Pero tampoco la variabilidad de la serie de medias móviles es un criterio definitivo, porque las autoridades se han fijado como objetivo intermedio una tasa de crecimiento monetario que consideran deseable para alcanzar

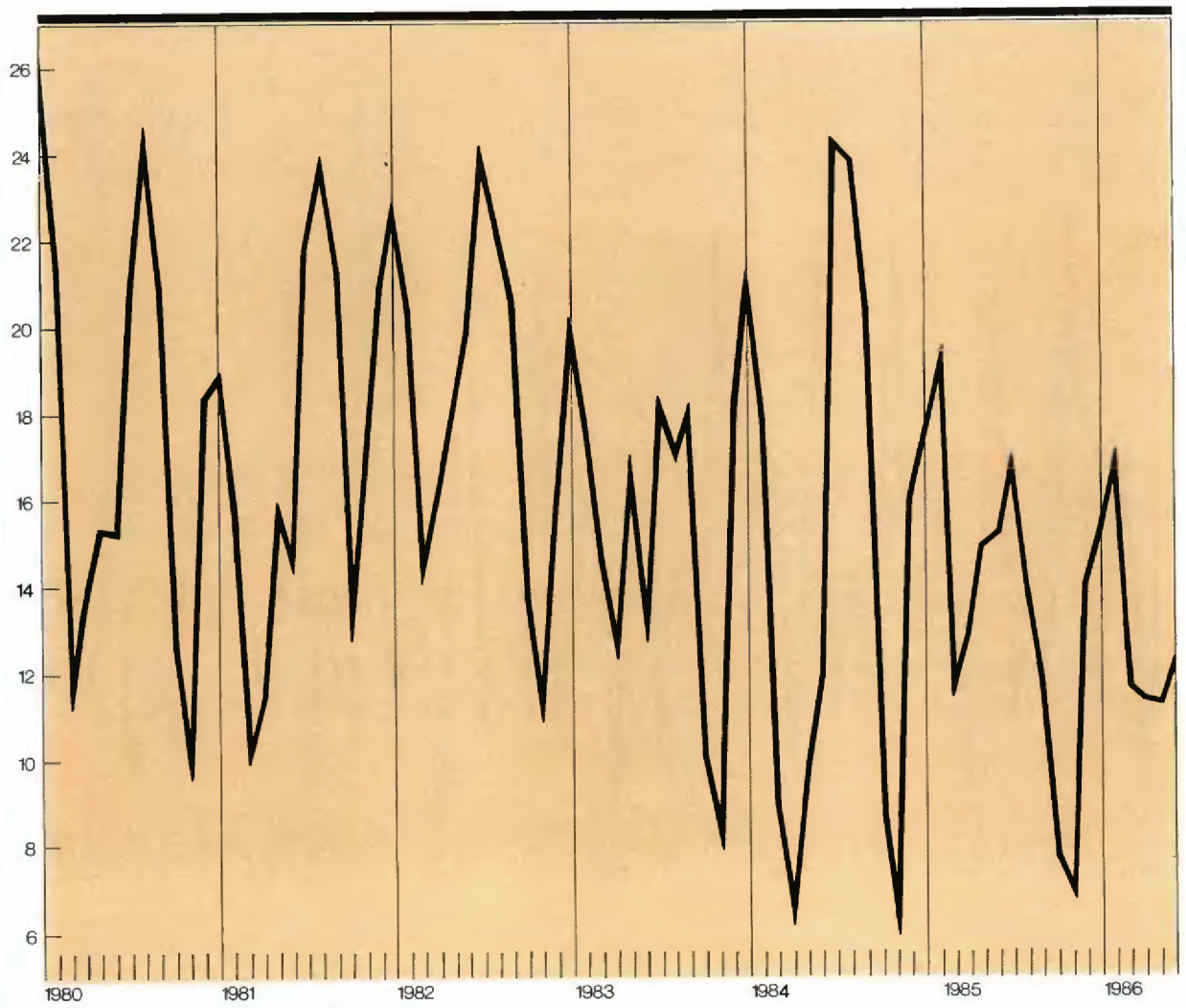
GRAFICO 1



los objetivos últimos (crecimiento del producto y del empleo, estabilidad de precios, mantenimiento de la competitividad de la peseta, etc.). El gráfico 3 muestra la desviación de la serie de ALP respecto del punto central de la banda de objetivos fijada al principio de cada año. De nuevo la variabilidad resulta elevada, incluso mayor que la de la serie de ALP suavizada (varianza: 20,79).

Las autoridades parecen resolver el problema fijando el objetivo intermedio no como una senda única, sino como una banda sin compromiso de retorno a un valor central, y consideran admisible cualquier desplazamiento dentro de la misma. Pero esto no elimina la volatilidad de la tasa de los ALP, ni sus efectos. La banda se justifica por la dificultad para alcanzar un crecimiento monetario preciso en cada período (y por la conveniencia de no intentarlo, como se ha apuntado antes). Sin embargo, esto justificaría, a lo sumo, una banda estrecha de objetivos mensuales, o la fijación de objetivos en forma de media móvil trimestral, pero no ambas cosas a la vez. Además, el Banco de España utiliza la banda como medio para disponer de mayor discrecionalidad de política y no por razones técnicas (3). En consecuencia, la licencia que la banda parece conceder a la autoridad monetaria acaba provocando la elevada volatilidad de la serie de ALP (4);

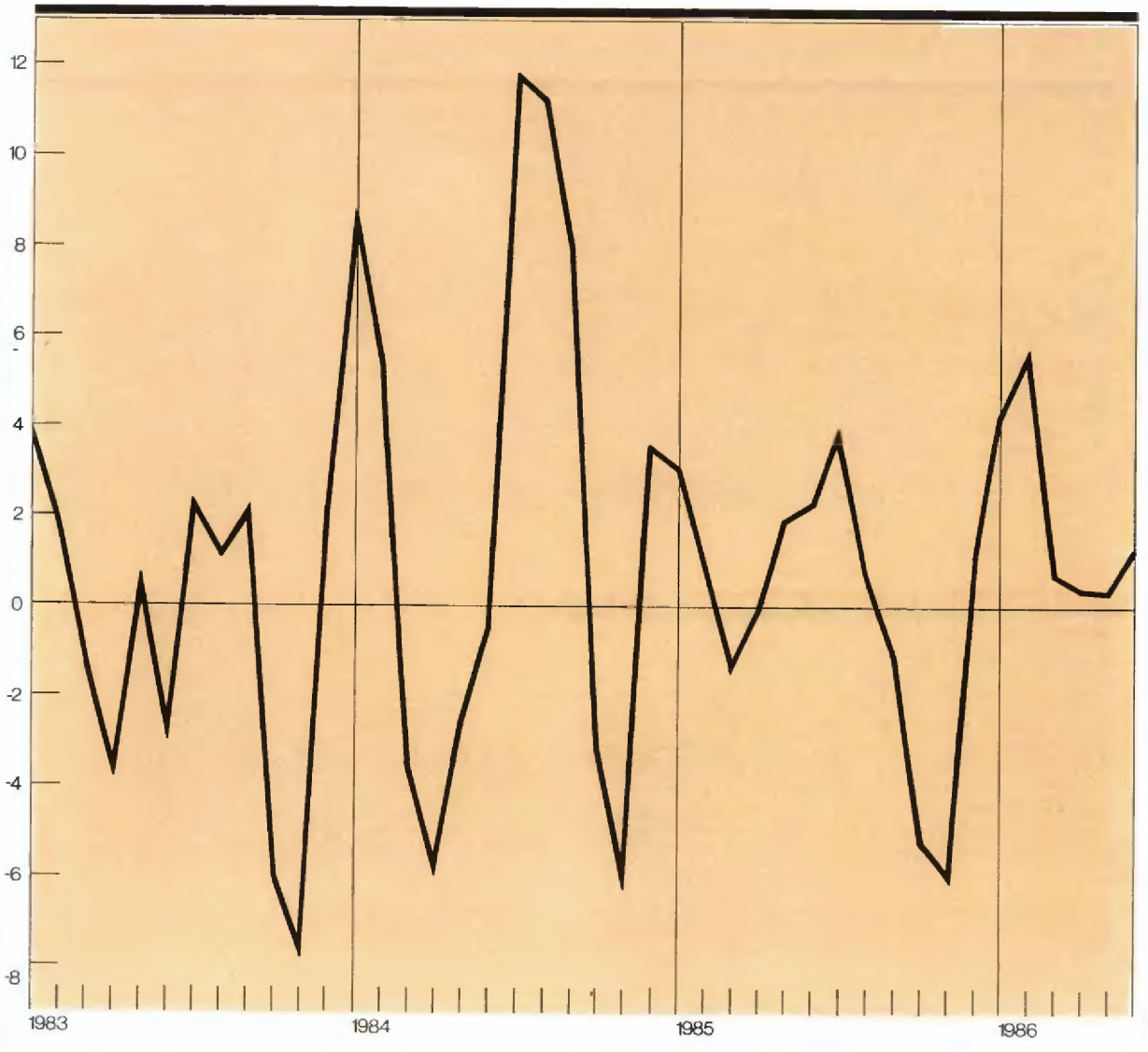
GRAFICO 2



y, en última instancia, las autoridades no han tenido empacho en salirse de la banda, o incluso desplazarla, lo que, en definitiva, pone un serio interrogante sobre la significación de un objetivo intermedio que no sólo se establece entre unos márgenes de tres puntos percentuales (en tasa de crecimiento de la media móvil intertrimestral), sino que, además, nadie está obligado a cumplir y que incluso se puede desplazar si se desea.

Un criterio superior para valorar la política monetaria sería su carácter pro o anticíclico. En el gráfico 4 se compara la evolución de los ALP, de un tipo de interés y del PIB trimestral (en los años más recientes se usa el índice de la producción industrial, a falta de cifras del PIB). La simple observación del gráfico sugiere que la cantidad de dinero se ha movido bastante a la par con la variable representativa del nivel de actividad. Las autoridades monetarias han debido practicar, pues, una política pasiva, o «flexible», de acomodación a los cambios en la demanda de

GRAFICO 3

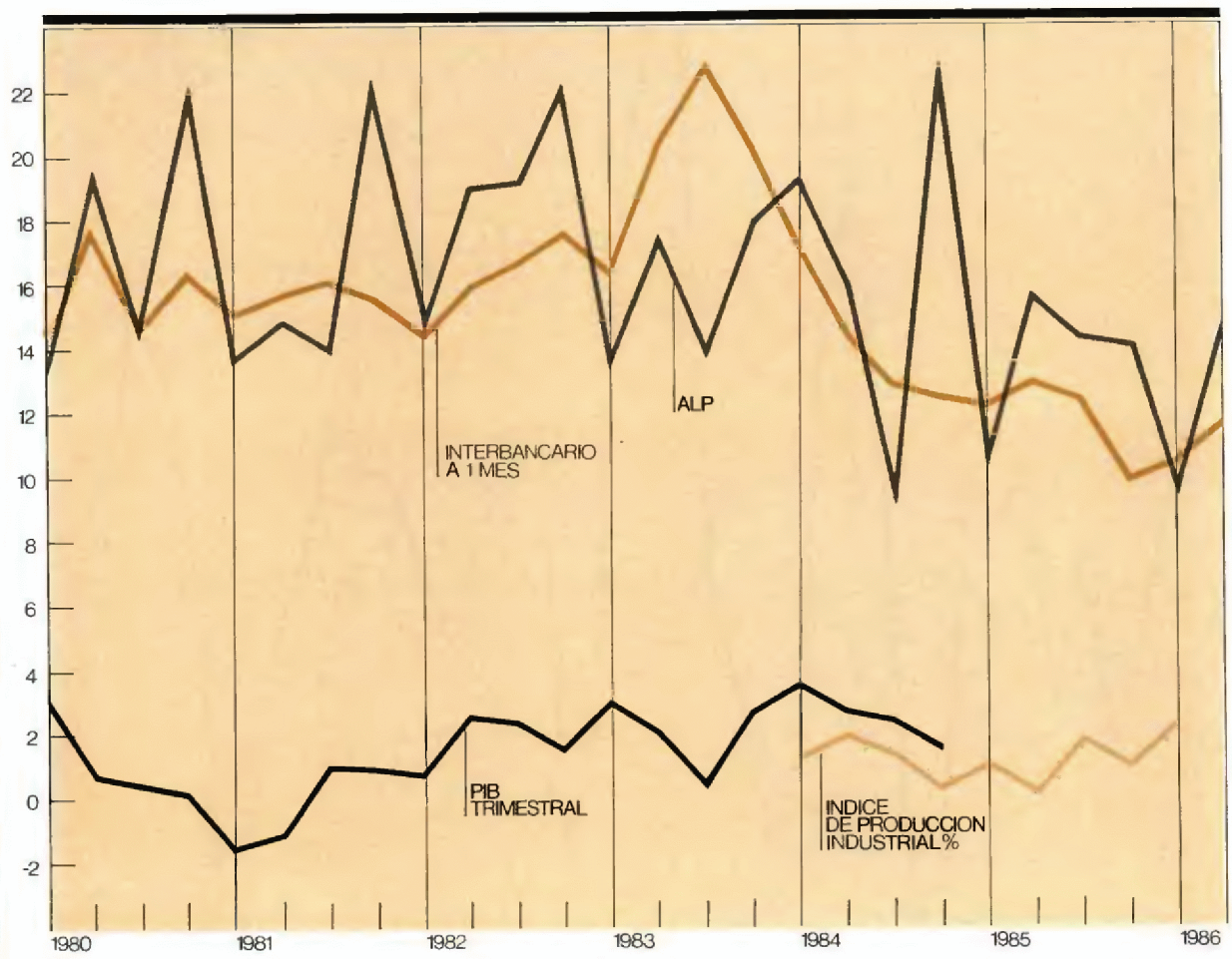


dinero, y su horizonte temporal ha debido ser breve, subvalorando los efectos de las acciones pasadas y prestando más atención a los valores actuales de las variables —la nueva información disponible en cada momento— que a las expectativas de valores futuros (por tanto, concediendo más importancia a los efectos inmediatos de la política monetaria sobre el nivel de actividad que a sus efectos a medio y largo plazo sobre la tasa de inflación). Por todo ello, el crecimiento monetario ha tendido a ser elevado, lo cual, al chocar con el objetivo prioritario de reducir la inflación, ha obligado a importantes contracciones monetarias y, consecuentemente, a un crecimiento inestable de la cantidad de dinero.

LA FIJACION DEL OBJETIVO INTERMEDIO

En España, como en otros países avanzados, se lleva a cabo una política monetaria en dos etapas. Debido a los retrasos en la información sobre la evolución de las metas últimas de dicha política (producción, empleo, inflación, saldo exterior,

GRAFICO 4



tipo de cambio, etc.), se fija un objetivo intermedio, que es la tasa de cambio de una variable que guarde una relación predecible y estable con aquellas metas últimas, y que sea a la vez exógena (no influida por otras variables del modelo) y controlable. Pero como la disponibilidad de cifras sobre el objetivo intermedio tampoco es suficientemente rápida, se establece una variable operativa o instrumental, a la que se exigen condiciones similares a las del objetivo intermedio respecto de las metas finales. El manejo de los instrumentos permite alcanzar los valores deseados de la variable operativa; éstos, a su vez, los valores deseados del objetivo intermedio, y éstos, los de los objetivos últimos. Todo el proceso es muy poco preciso, de modo que a corto plazo hay que esperar importantes variaciones en la variable operativa y aun en el objetivo intermedio.

¿Con qué criterios fijan las autoridades monetarias el objetivo intermedio? A partir de la conocida ecuación de cambios:

$$M.V = P.Y$$

(en que M = cantidad de dine-

ro; V = velocidad de circulación; P = nivel general de precios, e Y = producto real), se tienen tasas de crecimiento (representadas por minúsculas):

$$m = y + p - v.$$

De acuerdo con esta expresión, las autoridades monetarias establecen el objetivo intermedio a partir de estimaciones del crecimiento esperado del producto real, de la inflación esperada (si el plazo es suficientemente largo, de la inflación deseada) y de la velocidad. Esto equivale a buscar un crecimiento del objetivo intermedio compatible con la evolución previsible de la demanda de dinero, dados los valores esperados o deseados de las variables que influyen en ella (cfr., por ejemplo, BEBE 1/85, pág. 25) (5).

Esta explicación sugiere una clasificación de las posibles causas de los cambios en la cantidad de dinero que las autoridades permiten o provocan: 1) En primer lugar, pueden reaccionar pasivamente a cambios en alguno de los determinantes de la demanda de dinero (sea adaptando a ellos el objetivo intermedio, sea provocando o consintiendo desviaciones respecto del objetivo trazado). 2) El proceso de creación de dinero no es determinista, sino que está sometido a perturbaciones; por tanto, la cantidad de dinero existente en un momento determinado puede diferir de la deseada por varias causas no provocadas por las autoridades. Una vez que ha tenido lugar la desviación, ésta puede ser permitida o corregida, y la vuelta a la senda de objetivos puede tener lugar con más o menos rapidez. 3) Finalmente, la autoridad monetaria puede desarrollar una política activista para la consecución de determinados resultados, haciendo que los ALP crezcan a un ritmo distinto del de su demanda, para influir en el crecimiento del producto, la tasa de inflación, el tipo de interés o el tipo de cambio.

1. Acomodación a cambios en la demanda de dinero

Según hemos explicado, las autoridades monetarias toman el valor esperado o deseado de un conjunto de variables y, a partir de la correspondiente estimación de la demanda de dinero, fijan el crecimiento monetario compatible con ella. Salvo errores de previsión o de ejecución, esto debe llevar precisamente a unas tasas de crecimiento del PIB y de la inflación y a un tipo de interés al menos muy próximos a los deseados o esperados. Por tanto, parece lógico que si a lo largo del tiempo cambia la estimación de alguna de aquellas variables, las autoridades revisen la tasa deseable de crecimiento monetario. Así, si el PIB está creciendo más rápidamente que lo esperado, la demanda de dinero será mayor que la estimada y, por tanto, de no permitirse un mayor aumento de su oferta, la economía experimentará elevaciones de los tipos de interés y quizás una reducción en el crecimiento real (también puede darse una tasa de inflación menor, pero las autoridades monetarias suelen prestar más atención a los efectos negativos de un crecimiento monetario insuficiente que a sus efectos positivos, como suelen subvalorar también los posibles efectos negativos de una expansión monetaria excesiva).

Para que los cambios en la demanda de dinero justifiquen una adaptación de la oferta (con o sin revisión del objetivo, y moviéndose dentro o fuera de la banda), es necesario que sean de una cuantía suficiente, que sus causas se puedan identificar adecuadamente, que vayan a tener una cierta permanencia y que la revisión se lleve a cabo con suficiente antelación como para que la expansión monetaria se deje sentir precisamente cuando crezca la demanda de dinero, y no a destiempo. Esto exige que las autoridades monetarias identifiquen las perturbaciones que se producen (o sea, los cambios de las variables relevantes), su naturaleza (real o nominal) y su duración (permanente o transitoria), con suficiente antelación, y que conozcan la estructura de la economía.

Pero es cuando menos dudoso que las autoridades dispongan de toda esa información. Precisamente la conducción bietápica de la política monetaria se justifica por esa ignorancia, pues si las autoridades supiesen en cada momento cuáles son los valores presentes y esperados de todas las variables relevantes podrían conducir la política monetaria sin necesidad de objetivos intermedios y variables operativas. Si usan unos y otras es porque admiten no conocer la estructura de la economía (los caracteres del modelo económico: forma de las ecuaciones, valores de los parámetros, estructura de las perturbaciones aleatorias, etc.), y también, según la conocida crítica de Lucas (6), porque sospechan que esa estructura no es invariante ante cambios en sus propias políticas, porque no conocen la naturaleza y duración de cada una de las perturbaciones y, finalmente, porque temen que si sus acciones producen efectos con un re-

traso largo y variable, las correcciones resulten más perturbadoras que benéficas.

A pesar de ello, los bancos centrales suelen intentar adaptar la oferta de dinero a los cambios en su demanda: a menudo, porque creen conocer bien la causa de la perturbación (aunque esto es sólo una parte de la información relevante), y otras veces porque les parece más acorde con su función actuar (aunque sea conjeturalmente y con riesgo) que permanecer inactivos. Frecuentemente suelen considerar que, ante una perturbación de naturaleza y caracteres no bien conocidos, una corrección parcial tiene bastantes probabilidades de éxito. Así, ante la sospecha de que el producto está creciendo más aprisa que lo esperado, se opta por una mayor expansión monetaria; si aquella sospecha es correcta, se habrá evitado la subida de los tipos de interés (pero al coste de una mayor inflación, si no lo es). El riesgo que se corre es no sólo el de una aceleración de la inflación, sino, sobre todo, el de una perturbación adicional en los mercados financieros y reales, del que son ejemplos la incertidumbre sobre la misma política monetaria, la alimentación de expectativas inflacionistas, unos tipos de interés más altos (por la prima de riesgo), la pérdida de credibilidad y el progreso de la innovación financiera, de todo lo cual tenemos ejemplos recientes en nuestra economía. En última instancia, la presencia de «incertidumbre difusa» (7) aconseja no adaptar la oferta de dinero a los cambios en su demanda.

Los episodios recientes, en que el Banco de España ha intentado acomodar la senda de los ALP a cambios presuntos en la demanda de dinero, han desembocado en crecimientos monetarios excesivos, que han obligado a posteriores contracciones de mayor envergadura (aunque también es posible que la adaptación a la demanda fuese sólo una excusa para justificar una expansión monetaria deseada por otras razones, como muestra el hecho de que se hayan acomodado sólo los incrementos de la demanda de dinero y no sus reducciones). En todo caso, esas adaptaciones equivalen al abandono (más o menos transitorio) de la política monetaria bietápica y son, por tanto, un cambio de regla seguramente perturbador.

El primero de los episodios de adaptación que consideramos aquí se dio en las semanas que siguieron a la devaluación de diciembre de 1982, cuando se permitió un crecimiento monetario elevado «que atendiera el incremento esperado en la demanda de estos pasivos, como consecuencia de la desaparición de posiciones especulativas en moneda extranjera» (BEBE 6/83, págs. 39-40; cfr. BE 83, pág. 119). Dado que la ortodoxia recomienda restricciones monetarias después de una devaluación, era lógico esperar una acción especulativa contra la peseta, como de hecho ocurrió en el primer trimestre de 1983 (la expansión monetaria «perduró hasta la Semana Santa»: BEBE 6/83, pág. 40). El Banco de España empezó explicando la debilidad de la peseta por la apreciación del dólar, las tensiones en el sistema monetario europeo y la especulación contra el franco francés (BEBE 6/83, págs. 26-27); «la consideración de que estos factores eran externos a la peseta determinó a las autoridades a intervenir en los mercados de cambios con cierta intensidad» (BEBE 10/83, pág. 34) y notorio poco éxito, hasta que se invirtió el signo de la expansión monetaria. Sólo más tarde pareció reconocer que «las condiciones de tipos de interés y de disponibilidad de fondos que caracterizaban a los mercados financieros españoles contrastaban vivamente con dicho entorno (internacional) y alentaban serias dudas sobre la tónica de restricción de la política monetaria» (BE 83, pág. 119; cfr. págs. 41-43 y 125; BEBE 10/83, pág. 39, donde también se relaciona la depreciación de la peseta con el exceso de liquidez interior, entre otros factores).

Otro episodio tuvo lugar a principios de 1985; el Banco de España no intentó frenar la expansión monetaria porque quería favorecer el aumento del crédito al sector privado y porque consideraba que el aumento de la demanda de ALP era transitorio, pues el público se estaba preparando para la entrada en vigor de la ley sobre fiscalidad de activos financieros (Ley 14/85, de 29 de mayo); «por tanto, la política practicada por el Banco de España se limitó a facilitar al sistema la liquidez demandada» (BE 85, pág. 109). Después de que la ley entrase en vigor, la demanda de ALP se redujo, pero la autoridad monetaria no acomodó a la baja el crecimiento monetario, sino que lo mantuvo holgado (BE 85, págs. 24 y 108), apoyándose en el carácter sólo «probable» de ese desplazamiento de la demanda (BEBE, 12/85, págs. 5-6).

El último episodio que estudiaremos tuvo lugar a principios de 1986, cuando las autoridades monetarias dejaron crecer los ALP hasta la parte superior de la banda «porque desde finales del año pasado se han acumulado

los indicios de un proceso de reactivación de la economía» (esto es, un mayor crecimiento del PIB y, por tanto, de la demanda de dinero) «y, sobre todo, se ha producido un importante descenso de los precios del petróleo, con muy importantes repercusiones para la economía española» (BEBE* 4/86, pág. 8) (8); también por un crecimiento transitorio de la demanda de ALP por reajuste en las carteras del público, en los dos primeros meses de 1986 (BEBE 7-8/86, pág. 30) y por la validación del alza de precios debida al IVA (el Banco de España da a entender que se facilitó liquidez para evitar las tensiones en los mercados monetarios, aunque en cuantía moderada porque «no podía permitir que los ajustes de precios se extendieran más allá de lo necesario») (BEBE 7-8/86, pág. 29). Pero la razón de fondo es que la autoridad monetaria intentaba bajar los tipos de interés y favorecer la demanda de crédito privado, y justificaba la consiguiente política expansiva, entre otras razones, como un ajuste al cambio en la demanda de dinero (9).

¿A qué conclusiones llegamos, a la vista de estos casos? Da la impresión de que los cambios en la demanda de dinero son sólo una excusa para políticas que tienen otra justificación (reducción de los tipos de interés, aumento del crédito al sector privado, evitar el aborto de una posible expansión, etc.). En todo caso, la acomodación a la demanda no puede justificar tasas de crecimiento de los ALP como las de noviembre de 1984 a abril de 1985 (18,4 por 100 anual), o de noviembre de 1985 a enero de 1986 (16,9 por 100). Además, las adaptaciones tienen lugar sólo en sentido expansivo; cuando la demanda de dinero se reduce, el Banco de España no la acomoda. Y algunas de las justificaciones aducidas son muy criticables (por ejemplo, lo ocurrido después de la devaluación de 1982, o la acomodación al alza de precios producida por el IVA, aunque sólo fuese transitoria). De hecho, como hemos señalado, esas expansiones monetarias acabaron siendo excesivas y exigieron restricciones posteriores más fuertes.

Hay otra razón importante para no intentar la acomodación de los cambios de la demanda de dinero: el retraso en los efectos. Los estudios llevados a cabo en el Banco de España (10) muestran que la demanda de ALP reacciona con un trimestre de retardo a los cambios en el PIB real; los cambios en la cantidad de dinero generan, a su vez, variaciones monetarias posteriores (en sentido contrario por el lado de la oferta y en el mismo sentido por el de la demanda), con otro trimestre de retardo. Por tanto, interpretando estrictamente las ecuaciones calculadas, un aumento del PIB podría justificar una acomodación monetaria en el mismo sentido en el trimestre siguiente, pero exigiría otra en sentido contrario un trimestre después, cosa que los bancos centrales no suelen practicar (11).

Y todo esto se complica cuando consideramos, además, la implementación de la política monetaria: cuando el Banco de España aumenta la oferta de activos de caja, sólo un 63 por 100 del aumento se transmite al crecimiento de las disponibilidades líquidas (M3) en el mismo trimestre (el 94 por 100 en un año; el ajuste es aún más lento con los ALP) (12). La precisión con que el Banco de España puede contrarrestar los cambios en la demanda de dinero es, pues, muy reducida. Y finalmente, hay razones para pensar que los parámetros de la función de demanda de dinero no son insensibles a los cambios en el régimen de política (13). Por tanto, pueden existir complejos efectos de *feed-back* entre la acomodación de la oferta y los cambios posteriores de la demanda que introduzcan nuevas inestabilidades (14).

2. Los cambios en la oferta de dinero

a) *La financiación del déficit público*

El proceso de creación de dinero no puede ser preciso en sus resultados (salvo en períodos largos, de un trimestre o más), entre otras razones, por la existencia de factores autónomos de creación de activos de caja, cuyos cambios debe corregir el Banco de España. De entre esos factores, en los años recientes ha sido particularmente perturbadora la necesidad de financiación del déficit público.

El Banco de España ha hecho oír su voz frecuentemente (p.ej., BE 83, págs. 124 y 138), censurando el sometimiento de la política monetaria a la financiación del déficit, las dificultades que eso ha provocado para el cumplimiento de los objetivos monetarios y los episodios de pérdida de control que ha originado, al tiempo que sugería y aplicaba mecanismos ortodoxos de financiación que no pusiesen en peligro la gestión monetaria (p.ej., BE 83, págs. 59 y 138-139) (15). No obstante, la actitud de nuestro banco central ha sido también a menudo la de acomodar «el crecimiento de las necesida-

des netas de financiación de las administraciones públicas» (BEBE 1/86, pág. 10), probablemente para evitar elevaciones en los tipos de interés. Esto ha debido introducir, una vez más, un sesgo expansivo en la política monetaria, obligando a contracciones posteriores más severas (cfr., p.ej., BEBE 10/85, págs. 24-25) y agravando la volatilidad de los ALP.

b) *Perturbaciones aleatorias en la oferta monetaria*

Otra razón para la volatilidad de las series de ALP es la imprecisión del mecanismo de creación de dinero, ya que la autoridad monetaria sólo puede controlar la parte «sistemática» de su oferta (cuál sea esa parte dependerá de la definición de dinero usada y del entorno institucional). En principio, ésta debería ser la razón principal de las oscilaciones de los ALP (y la justificación de la fijación de los objetivos intermedios en forma de banda).

No obstante, el análisis de los distintos períodos en que se han producido perturbaciones en el proceso de creación de dinero o en su demanda (16) muestra que la actuación del Banco de España ha sido siempre la de validar las aceleraciones monetarias, no las contracciones (17); que ha tendido a calificar como transitorios fenómenos que no siempre lo han sido, y que ha impuesto un sesgo expansivo a la política monetaria que más tarde ha obligado a contracciones severas, como hemos mencionado repetidas veces (18).

c) *La velocidad del ajuste*

La velocidad deseable de vuelta a la senda objetiva de crecimiento, cuando por cualquier razón se ha abandonado, se mueve entre dos riesgos contrarios: responder demasiado tarde a cambios duraderos (lo que obliga a operaciones traumáticas para deshacer efectos acumulados), y reaccionar demasiado pronto a una desviación que se corregiría por sí sola (y que, por ser transitoria, no provocaría efectos acumulados). Un regreso rápido asegura el pronto cumplimiento de los objetivos propuestos, pero puede provocar inestabilidad instrumental que, a la larga, aumente la volatilidad que se desea evitar.

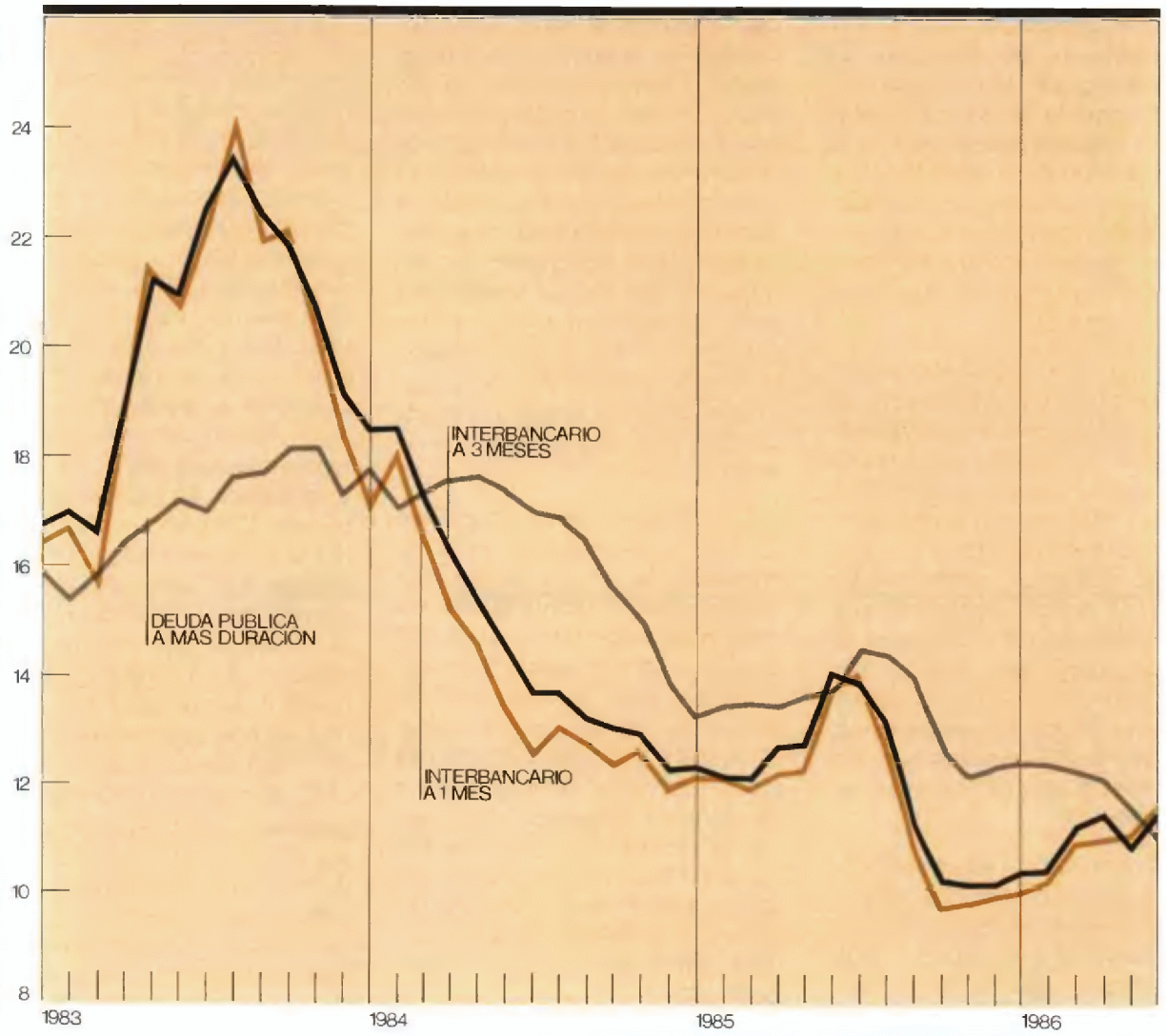
Ante estos riesgos, los bancos centrales procuran seguir un curso intermedio, de modo que el regreso a la senda de objetivos sea gradual. Esto se justifica por razones de incertidumbre —sobre la estructura y caracteres de la economía y sobre los efectos de la política monetaria y su perfil temporal— y también por factores institucionales —porque los bancos centrales consideran como tarea suya conseguir un funcionamiento estable de los mercados financieros, lo cual exige adaptaciones suaves en el tiempo. Además, la vuelta lenta a la senda trazada es más aconsejable cuando el objetivo intermedio es un agregado amplio, cuya elasticidad interés será, seguramente, baja, y que quizás presente problemas de interpretación de los cambios en el agregado; en efecto, buena parte de los cambios en el agregado serán «ruido», y no convendrá corregirlos prontamente.

Pero este comportamiento imprime un sesgo inflacionista a la política monetaria. Una vuelta lenta a la senda trazada equivale, en efecto, al uso —parcial— del tipo de interés como variable operativa y, por tanto, a validar con crecimientos monetarios excesivos una parte de las perturbaciones de los tipos de interés (19); cuanto más largo sea el período de adaptación, menor será la volatilidad del tipo de interés (que es la variable que deberá llevar a cabo el ajuste inicialmente), pero también será mayor el riesgo de incumplimiento del objetivo de crecimiento monetario. Y en la historia reciente de nuestra política monetaria se han dado varios episodios en los que el Banco de España ha seguido esa pauta (20), cuyos efectos ya hemos señalado.

d) *El desarrollo ordenado de los mercados financieros*

Suele decirse que el «desarrollo ordenado» de los mercados financieros es uno de los fines (o de las restricciones) de la política monetaria. Esto quiere decir que el banco central debe no sólo evitar las crisis bancarias, sino también moderar las fluctuaciones de los tipos de interés (y de los tipos de cambio). El Banco de España se adhiere también a este objetivo, aunque no lo declare explícitamente (ya hemos mencionado antes algunas manifestaciones de esto: el ajuste a los cambios en la demanda de dinero, la validación de la financiación del déficit público, el regreso gradual a la senda de objetivos, etc.). Pero aunque esto responda a una actitud general en los bancos centrales, carece de un fundamento sólido, tratándose de un mercado que está en excelentes condiciones para manejar el riesgo (y más cuando lo que tiene lugar es una expansión monetaria excesiva). Probablemente tenga razón Niehans cuando afirma que «con un mercado de dinero (so-

GRAFICO 5



bre todo con un mercado interbancario) bien desarrollado, esos motivos tienen poca fuerza, y a menudo más parecen la defensa de intereses especiales» (21).

La volatilidad de los tipos de interés es, por otro lado, un fenómeno relacionado con el mecanismo de control monetario. Los instrumentos y técnicas utilizados provocan en las instituciones financieras interpretaciones de la información y mecanismos de respuesta específicos. Por tanto, cuando el Banco de España argumenta que debe evitar las oscilaciones de los tipos de interés en el mercado interbancario está incurriendo, en parte, en una falacia, porque su propia actuación condiciona esas oscilaciones; si el Banco de España no intentase moderar los tipos de interés, el mercado acabaría adaptando sus mecanismos y reduciría la movilidad citada (y, si no la redujese, nada importante ocurriría por ello). Tal es el caso, por ejemplo, del compromiso implícito, asumido por el Banco de España, de aumentar la oferta de activos de caja cuando prevé un aumento de la demanda de efectivo, para evitar tensiones en el mercado

interbancario. Hubiese podido dejar a los bancos la estimación de la demanda de efectivo (y podrían hacerlo al menos tan bien como el Banco de España) y la consiguiente acumulación de excedentes de caja. Obviamente, cambiaría la estacionalidad de los tipos interbancarios y la política monetaria sería más pasiva, pero señalaría las intenciones de la autoridad con más precisión, evitaría malentendidos y errores y, probablemente, sería más suave (22).

El uso de un agregado amplio como objetivo intermedio es otro ejemplo de cómo los presupuestos de la política monetaria «obligan» a reducir la volatilidad de los tipos de interés (ampliando el período de vuelta a la senda de objetivos, como hemos señalado antes), porque la elasticidad-interés de la demanda de ALP es menor que la de activos más reducidos (23), por lo que la vuelta rápida a la senda de objetivos exigiría cambios más violentos en el tipo de interés a corto plazo.

Por otro lado, esa variabilidad en el corto plazo no provoca perturbaciones en el sector real si no se transmite a los tipos a largo (y la simple observación de la relación entre tipos de diverso plazo muestra que esa transmisión, si existe, no es importante: gráfico 5). Y es lógico que sea así. Los tipos a medio y largo son promedios de tipos a corto actuales y futuros esperados; si la variabilidad de los tipos a corto es aleatoria, no se transmitirá a los plazos más largos.

Pero las autoridades monetarias están utilizando dos tipos de variables para transferir información sobre sus propósitos y sus acciones: un agregado —los activos de caja o los ALP, según el horizonte temporal— y un precio —los tipos de interés. Y esto sí que puede crear problemas. La evolución de los ALP a largo plazo apunta al signo antiinflacionista de la política monetaria, pero no hay que fijarse en sus oscilaciones a corto, que se orientan hacia fines distintos de la reducción de la inflación (y no siempre compatibles con ella). El Banco de España pretende que, a corto plazo, los cambios en los tipos de interés se interpreten como permanentes y los de los activos de caja como transitorios, y lo contrario a largo plazo, lo que complica la extracción de señales y la transmisión de la información.

La reducción de la volatilidad de los tipos interbancarios ha ampliado la de los agregados monetarios y ha reducido su contenido informativo. Con ello la autoridad monetaria ha pasado a conceder a dichos tipos el *status* de variable instrumental, al menos parcialmente y de modo inconsciente. Esto explica las políticas expansivas en ciertos períodos, la acomodación parcial a las perturbaciones y el sesgo inflacionista (que sólo se corrige a costa de cambios mayores en la oferta de activos de caja) (24).

3. Cambios provocados en la cantidad de dinero

a) *Los objetivos de la política monetaria*

Hasta ahora hemos considerado diversos argumentos para la adaptación pasiva de la cantidad de dinero a variaciones en su demanda o en su proceso de creación. Ahora vamos a analizar el crecimiento provocado de los ALP, por encima (o por debajo) de la senda de objetivos trazada (sea dentro de la banda o fuera de ella).

La lectura de los documentos del Banco de España sugiere que el objetivo de la política monetaria, en los años aquí considerados, se ha centrado en el intento de moderar la inflación, además de contribuir a la corrección de los desequilibrios externos (en 1983) y al crecimiento económico y a la reducción de los tipos de interés (en 1984-86) (25). Todo ello está de acuerdo con los objetivos que tradicionalmente se suelen fijar a la política monetaria: promover una razonable estabilidad de precios y minimizar las fluctuaciones cíclicas. Esto se ve confirmado por la reticencia que el Banco de España manifiesta una y otra vez acerca de la viabilidad de una reactivación por medios monetarios. Así, en 1983 se afirmaba que «la evolución de la economía española desde el verano del año 1981 hasta el otoño de 1982 puso de manifiesto la escasa capacidad de la política monetaria para estimular una recuperación de los ritmos de actividad y empleo en un contexto de crecientes déficit públicos, inflación y desequilibrios exteriores» (BE 83, pág. 117). Y poco después: «resulta difícil creer que un comportamiento más expansivo de las autoridades durante los meses centrales del año hubiera generado un crecimiento mayor de la liquidez en saldos reales» (BE 83, pág. 121). Dos años después: «una mayor laxitud monetaria sólo impartiría elementos efímeros a la economía y conduciría, a medio plazo, a hacer más difícil el mantenimiento de unos ritmos firmes de crecimiento y de generación de empleo» (BE 85, pág. 33). Y en 1986: «El transcurso de los años ha evi-

denciado los problemas de carácter estructural de la economía española y la inutilidad de los esfuerzos para paliar éstos con una política monetaria más permisiva» (BEBE* 4/86, pág. 7).

Sin embargo, la autoridad monetaria española ha intentado una y otra vez esa política expansiva que en sus declaraciones rechazaba. Establecido el ritmo de crecimiento de los ALP compatible con el del PIB real esperado y la tasa de inflación deseada (algo inferior a la del período precedente: éste era el contenido antiinflacionista de la política monetaria), las autoridades trasladaban su actuación a la parte superior de la banda de objetivos, y aun por encima de ella, siempre que las condiciones de la balanza de pagos, la cotización de la peseta y la tasa de inflación corriente permitían una cierta expansión monetaria (26), y la mantenían hasta que el deterioro de los pagos exteriores, la depreciación de la peseta o el rebrote inflacionista aconsejaban dar marcha atrás —de manera algo violenta, por la necesidad de recuperar el tiempo perdido. Y a menudo acompañaban a esa moderación firmes propósitos de enmienda y declaraciones programáticas sobre la inutilidad de una reactivación por la vía monetaria (27).

¿Es incorrecto utilizar la política monetaria para intentar una reactivación económica? La teoría sugiere que, en general, las aceleraciones monetarias no previstas producen efectos expansivos, y las previstas sólo inflaciones (esta distinción no tiene cabida en los informes del Banco de España). Sabemos poco de las causas por las que una expansión monetaria desemboca en un aumento de precios y no en crecimiento real, pese a lo cual en nuestro país se ha intentado repetidamente, con la esperanza, cada vez, de que tendría éxito, para acabar constatando que no lo tenía (quizás porque se subvaloraron los efectos de la variabilidad excesiva de la cantidad de dinero sobre la incertidumbre y la inflación esperada). En todo caso, no parece correcto atribuir a una sola política, la monetaria, dos objetivos —reducir la inflación y reanimar la demanda— que son, en buena medida, contrapuestos a corto plazo.

b) *La reducción de los tipos de interés*

En los años recientes nuestras autoridades han intentado también, una y otra vez, la reducción de los tipos de interés para reanimar la demanda privada de crédito, que se suponía debilitada por su elevado coste (BEBE 7-8/85, pág. 30) (28) y, sobre todo, para abaratar la financiación del déficit público (BE 84, pág. 118; BEBE 1/85, pág. 32; BEBE 7-8/85, pág. 30; BEBE* 12/85, pág. 5).

El estudio de este período (29) muestra lo que ha sido la política monetaria en los años considerados: sobre una tendencia decreciente del objetivo intermedio, año tras año, para moderar la inflación, se ha dado una sucesión de fases de expansión y contracción; la expansión, provocada o permitida para reducir los tipos de interés; la contracción, obligada por la excesiva aceleración monetaria, que ponía en peligro los objetivos de inflación o producía movimientos exteriores contra la peseta. El resultado ha sido una evolución muy variable de la cantidad de dinero, que debió alentar las expectativas de inflación, haciéndolas «crecientemente sensibles a la evolución de las magnitudes monetarias» (BE 84, pág. 24), creando dudas sobre la credibilidad de la política antiinflacionista (BE 84, pág.25), originando probables elevaciones de los tipos de interés, al incorporar una mayor prima de riesgo (BE 84, págs. 24-25), y dando lugar, en definitiva, a oscilaciones quizás más graves que los tipos altos que se pretendía combatir. Esto no se escapaba a los expertos del Banco de España cuando escribían: «de hecho, la aceleración monetaria no ha seguido un sendero estable; cada vez que las autoridades han alcanzado una reducción significativa en la tasa de inflación, han implementado una política más acomodaticia, tendente a mantener la tasa de crecimiento de los agregados monetarios. Esto ha producido algunas detenciones en el proceso de deceleración, que han sido seguidas por un nuevo episodio de política más restrictiva. Ello ha producido fluctuaciones de los tipos de interés alrededor de su tendencia (...) Las incertidumbres generadas por este proceso han contribuido a la elevación de la prima de riesgo y de los tipos de interés ajustados» (30).

Pero, si esto es así, ¿por qué ese recurso a la política monetaria para intentar reducir los tipos de interés?

Los tipos que observamos son los nominales que resultan de la suma de la tasa esperada de inflación y el tipo real. Aquélla depende de las expectativas del público, elaboradas, sobre todo, a partir de la política monetaria previsible, entre otros factores. Esto se refleja, p.ej., en el *Informe* de 1983, en el que se recomienda «una política financiera sólida que contribuya a reducir

de forma fiable la tasa de inflación», porque «esto habrá de reflejarse en un descenso de los tipos de interés nominales y ello sucederá en mayor medida en tanto resulte necesaria la reducción del déficit público» (BE 83, p.165) (31).

Respecto del otro componente de las tasas nominales de interés —los tipos reales—, no encontramos en los informes del banco emisor una explicación precisa de sus determinantes. No son esos documentos el lugar adecuado para desarrollarla; pero todo hace pensar que esos tipos se tratan como exógenos, al menos en el corto plazo contemplado en los informes (nótese, por ejemplo, que en la cita recogida en el párrafo anterior se relaciona la reducción del déficit público con la credibilidad de la política monetaria futura y, por tanto, con la tasa esperada de inflación, pero no se da al saldo del Presupuesto ningún papel como determinante de los tipos reales) (32).

Con todo, las autoridades monetarias no parecen dispuestas a esperar que la caída de la inflación anticipada reduzca los tipos nominales. Sirva como ejemplo la justificación que se dio a la expansión monetaria a mediados de 1984, cuando las autoridades «por primera vez vislumbraron la posibilidad de una reducción significativa de todos los tipos de interés nominales por debajo de los niveles medios de los años precedentes y, dado el descenso de las tasas de inflación, se deseaba evitar que la elevación de los tipos de interés reales que se había hecho patente en los últimos años pudiera alcanzar nuevas cotas» (BE 84, pág. 103). Si esto fuese verdad, la política monetaria debería jugar un papel importante para compensar esa supuesta rigidez a la baja de los tipos nominales en presencia de expectativas de inflación decrecientes. Claro que esa rigidez no está justificada, ni hay rastros de ella en la literatura teórica y empírica sobre el tema, y parece más bien una racionalización de una expansión monetaria que, de todos modos, se deseaba llevar a cabo.

No obtante, y sentada por las autoridades monetarias la premisa de que deben actuar positivamente para reducir los tipos nominales de interés (procurando no poner en peligro el descenso de la tasa esperada de inflación), ¿qué política se puede llevar a cabo? Dado que no se puede actuar sobre el tramo a largo plazo del mercado, la acción debe incidir sobre los tipos a corto —concretamente sobre el interbancario—, puesto que la oferta de activos de caja (que el Banco de España controla como variable instrumental) influye, junto con otros factores, en la oferta de fondos que concurren en ese mercado (33). Una mayor oferta de liquidez permitirá, pues, reducir los tipos interbancarios, para que su baja se transmita a otros, principalmente los activos y pasivos de las entidades financieras y los pagados por la deuda pública.

Ya hemos señalado los efectos de esta estrategia: una política monetaria muy volátil, con crecimientos excesivos de liquidez y contracciones bastante rigurosas, que puede haber creado nuevas expectativas inflacionistas, «ruido» innecesario en la transmisión de información en los mercados financieros, etcétera. Por otro lado, la reducción de los tipos de interés por la vía monetaria es equivalente a la monetización de la deuda (pública o privada), una práctica que el Banco de España ha rechazado explícitamente. Y llevada al límite equivaldría al abandono de la conducción de la política monetaria tal como se viene realizando desde 1973, para pasar a un objetivo intermedio en términos de tipo de interés (y es bien sabido que ésta no es la variable idónea, por cuanto lleva a actuaciones excesivamente expansivas y a la financiación pasiva de los *shocks*). Sin que, finalmente, pueda garantizarse una reducción efectiva y duradera de los tipos relevantes —a medio y largo plazo—, una vez que se toman en consideración los efectos de las expansiones monetarias sobre el producto y sobre la tasa de inflación.

En resumen, el Banco de España ha intentado, una y otra vez, reducir los tipos interbancarios mediante un aumento de la liquidez, con la esperanza de que esto repercuta en los tipos a medio y largo plazo. Si valía la pena intentarlo o no, dependerá de un conjunto de factores. En primer lugar, de que esa reducción en el tipo a corto se haya transmitido a otros mercados (o sea, que haya reducido las expectativas de tipos reales futuros a corto plazo, lo cual es ciertamente dudoso, salvo que se haya dado un cambio en los determinantes fundamentales de dichos tipos, como el ahorro, la inversión o el déficit). Luego, de que esa reducción haya sido suficientemente duradera (en otro caso, sólo se habrá conseguido dar mayor volatilidad a las variables financieras, que es lo que parece que hemos cosechado). En tercer lugar, la expansión monetaria no debía generar una mayor expectativa de inflación que elevase los tipos nominales presentes y futuros (otro supuesto discutible). Finalmente,

no debía aumentar la variabilidad monetaria y, consiguientemente, la prima de riesgo. Y, en todo caso, queda por demostrar que sea el tipo interbancario el que debe controlarse porque minimice la varianza en los mercados monetarios y reales.

c) *Política monetaria e inflación*

Nos ocuparemos ahora brevemente de otra posible razón de la tendencia expansiva y volátil de la tasa de variación de los ALP, a saber, las dudas sobre la eficacia de las contracciones monetarias para reducir la tasa de inflación. Como explicaba en abril de 1986 el Gobernador del Banco de España, «las autoridades han buscado, ciertamente, ir conteniendo el proceso inflacionario, pero la instrumentación de esta política se ha centrado en el frente de las negociaciones salariales, buscando una paulatina desaceleración de los ritmos de crecimiento de los salarios nominales. Cuando a principios de cada año se han formulado los objetivos de la política monetaria, hacía varios meses que se había marcado la pauta para unas negociaciones salariales en el sector privado que, formal o informalmente, ya estaban también en curso (...) La política monetaria no tenía, en estas circunstancias, posibilidad alguna para determinar otros objetivos que los que supusieran convalidar esas decisiones en materia de salarios, y, en consecuencia, de precios, dejando el margen adicional, comparativamente pequeño, necesario para acomodar el ritmo previsto de crecimiento real de la economía» (BEBE* 4/86, págs. 6-7).

Esta explicación arroja luz sobre algunos desarrollos recientes. Por un lado, se atribuye el protagonismo a las negociaciones salariales, dejando para la contención monetaria un discreto papel de apoyo. Esto, que contradice la evidencia teórica y empírica, se justificó por el elevado grado de indiciación salarial vigente en los años considerados, pero hay que tener en cuenta que ha sido la propia política de validación de los incrementos salariales la que la ha hecho posible (se trata del problema de la inconsistencia temporal de las políticas), y no parece viable volver a poner las cosas en su lugar sin un cambio radical en el enfoque de la política monetaria, de modo que sus objetivos se fijen a largo plazo, para períodos plurianuales, con independencia de las negociaciones salariales.

Por otro lado, si el nivel de precios en un año viene dado por la negociación salarial (y algún factor de menor importancia, como el comportamiento del excedente empresarial o de los precios de los productos importados), la política monetaria no es un buen instrumento para contener la inflación (a corto plazo, que es el horizonte contemplado por el banco emisor en sus informes). Una tasa dada de crecimiento del objetivo intermedio puede resultar contractiva si los precios, empujados por los costes, crecen más de lo previsto; por ello es aconsejable una política de acomodación a los crecimientos de precios del lado de los costes (y, en general a los cambios en la demanda de dinero: recuérdese el intento de validación monetaria del IVA). Y si los precios dependen a corto plazo de los salarios pactados, una expansión monetaria por encima del objetivo puede impulsar la actividad real, sin afectar a la inflación (al menos a corto plazo).

¿Es realmente éste el punto de vista del Banco de España? Parece que ésta fue su concepción en los años setenta (34). Y algunas de sus actuaciones recientes parecen aún de acuerdo con este punto de vista (35), lo que daría una explicación más a la tendencia a un crecimiento monetario excesivo, interrumpido por contenciones bruscas, cuyo resultado habrá sido la excesiva volatilidad de las series de ALP.

CONCLUSIONES

La política monetaria de control de los ALP, sobre un resultado aparentemente positivo —la reducción de la tasa de inflación—, presenta una volatilidad excesiva que no se puede atribuir exclusivamente a causas aleatorias o a razones técnicas, sino que tiene que ver con la persecución de objetivos dispares, con un horizonte temporal demasiado breve, con la acomodación monetaria más o menos completa de las perturbaciones (de la oferta o de la demanda), con un retorno gradual a la senda de objetivos, etc., lo que facilita las expansiones excesivas y, en consecuencia, obliga a contracciones más violentas cuando choca con el objetivo prioritario de reducir la inflación (o con la estabilidad de la peseta en los mercados de cambio). En definitiva, una concepción activista que persigue la reducción de los tipos de interés por vías monetarias, o que duda de la eficacia del control monetario para reducir la inflación. He intentado mostrar en las páginas anteriores que esa volatilidad excesiva es, pues, imputable a la política seguida, y también, probablemente, a concepciones

teóricas discutibles (aunque la disparidad de criterios que se observa en los informes del Banco de España, o entre sus documentos y su praxis, sugiere la posibilidad de que sus criterios se hayan sometido a las exigencias de una autoridad superior).

Herbert Stein recordaba recientemente que «los asesores externos del gobierno sin nombramiento oficial no actúan con suficiente rapidez o con suficiente información como para tener una influencia directa en el proceso de toma de decisiones». (36). No puedo pretender, pues, que la lectura de este artículo persuada a nuestras autoridades monetarias de que abandonen sus convicciones y hábitos para llevar un control de los ALP menos variable. Me conformaría con «influir gradualmente en el clima de opinión pública en el cual los funcionarios del gobierno piensan que deben operar», como continúa diciendo Stein. O sea, contribuir a crear un clima de debate que enriqueciese el panorama de nuestra política monetaria.

NOTAS

(*) Este artículo es una continuación y ampliación de trabajos anteriores, como «La política monetaria española 1973-1984, aportaciones a un debate pendiente», *Información Comercial Española*, 617-618. págs. 67-80; «Análisi econòmica i política monetaria en els Informes del Banc d'Espanya, 1973-1983», *Anuari* de la Secció d'Economia de la Societat Catalana d'Estudis Jurídics, Econòmics i Socials, Periode 1984-1985, Barcelona, 1986, págs. 51-63, y «Política del tipo de cambio y política monetaria en España, 1974-84», *Información Comercial Española*, 639, noviembre 1986.

(1) La varianza pasa de 144,0 en 1980-82 a 154,5 entre 1983 y junio de 1986.

(2) La varianza es de 21,62 entre enero de 1980 y diciembre de 1982, y de 20,07 a partir de esta fecha hasta junio de 1986.

(3) Me he ocupado de este tema en «La política monetaria española...», *op. cit.*

(4) Si la banda es, por ejemplo, del 8,5 al 11,5 por 100, tras dos meses en el límite inferior los ALP pueden crecer a una tasa anual del 17,5 por 100 durante el tercer mes, sin salirse de dicha banda. Algo de esto se refleja en el gráfico 1.

(5) BEBE es la sigla del *Boletín Económico* del Banco de España; le sigue el número del mes y, tras una barra, el del año; un asterisco (*) indica que la cita corresponde a una intervención del Gobernador del Banco de España (habitualmente ante la Comisión de Economía del Congreso), tal como se recoge en dicho *Boletín*. Los Informes del Banco de España se citan con las siglas BE, seguidas de las dos últimas cifras del año a que se refiere el informe.

(6) Cfr.: R.E.Lucas Jr., «Econometric policy evaluation: A critique», en K. Brunner y A.H. Meltzer, (eds), *The Phillips Curve and Labor Markets*, vol.1, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1976, págs.19-46.

(7) Cfr.: K.Brunner, «The control of monetary aggregates», en Federal Reserve Bank of Boston, *Controlling Monetary Aggregates* III, Boston, 1980, págs.1-65.

(8) Argumento discutible, porque el abaratamiento del crudo se transmitió a los consumidores finales sólo de forma muy limitada y con retraso. Además, la baja de precios de importación redujo la demanda nominal de dinero.

(9) Aunque el Gobernador del Banco de España afirmaba poco después que «estos estímulos monetarios tienen poca vida, ya que, a medio plazo, acaban consumiéndose en un rebrote de las tensiones inflacionistas» (BEBE* 4/86, pág. 8).

(10) J.J. Dolado, «La estabilidad de la demanda de dinero en España», BEBE 9/85, págs. 13-21.

(11) Obviamente, no estoy recomendando una política de *fine tuning*, sino señalando que la llevada a cabo por el Banco de España no responde a los cánones de dicha política. Tampoco deseo poner demasiado énfasis en los retardos: éstos son endógenos y pueden abreviarse mediante reformas institucionales. Lo que no se puede resolver es el problema de la «incertidumbre difusa», que limita claramente las posibilidades de éxito de una política que intente compensar las variaciones de la demanda de dinero.

(12) Cfr.: I. Mauleón, J. Pérez y B. Sanz, «Los activos de caja y la oferta de dinero», BEBE 12/85, págs. 29-33; *Ibid.* «Los activos de caja y la oferta de dinero», Banco de España, *Estudios Económicos*, nº 40, 1986.

(13) Las elasticidades cambian cuando nos alejamos de los años 60, esto es, del régimen de política monetaria al que se puso fin en 1973. Cfr.: J.J. Dolado, «La estabilidad de la demanda de dinero...», *op.cit.*

(14) Conviene señalar que el Banco de España tampoco parece reconocer el retraso entre la aceleración monetaria y la inflación (véase, p.ej., BE 10/85, pág. 25), que se cifra en seis meses, aproximadamente (cfr.: I. Mauleón y J. Pérez, «Interest rates, deter-

minants and consequences for macroeconomic performance in Spain», Banco de España, *Documento de trabajo* nº 8420, 1984). Esto puede reflejar una concepción teórica inadecuada, ya que los precios no son un buen indicador para la gestión monetaria a corto plazo.

(15) Este sometimiento a la financiación del déficit tiene otras manifestaciones no menos importantes. El sistema de control monetario se basaba hasta 1982 en mecanismos y prácticas bien establecidos, que hubo que interrumpir para elevar los coeficientes y adoptar otras medidas de financiación compulsiva, que fueron las principales responsables de la innovación financiera que dio al traste con dicho mecanismo de control. Por tanto, al déficit hay que imputar buena parte de los problemas y costes del control monetario en los años aquí considerados.

(16) He aquí un breve resumen de algunos de esos episodios. 1) En febrero de 1983, ante la retirada de depósitos de los bancos de Rumasa y la huelga bancaria (BEBE 6/83, pág. 40). 2) En el período de cambio del objetivo intermedio, a principios de 1984 (BEBE 1/85, pág. 32) (el crecimiento excesivo de la cantidad de dinero se justificó por la dificultad para aquilatar la precisión de los nuevos instrumentos, entre otras razones). 3) En junio y julio de 1984, por la elevación transitoria de la demanda privada y pública de crédito, entre otras razones (BEBE* 10/84, págs. 6-7; BEBE 1/85, pág. 33). 4) A comienzos de 1985, por el crecimiento transitorio de los ALP en el período, en relación con los ajustes previos a la entrada en vigor de la ley de tratamiento fiscal de algunos activos financieros (BE 85, págs. 108-109) (el episodio no fue transitorio, y el Banco de España tuvo que poner fin a la creación excesiva de liquidez después del primer trimestre: BE 85, pág. 110). 5) En enero y febrero de 1986 el Banco de España atendió una vez más la demanda transitoria de liquidez, relacionándola con el ajuste de carteras de pagarés del Tesoro (BEBE 7-8/86, pág. 30) (de nuevo el fenómeno no fue transitorio, y debió ser interrumpido en junio: id., pág.31).

(17) Por ejemplo, en abril de 1984, después de un período de incertidumbre debido a la introducción del nuevo esquema de control monetario, en lugar de reducir el crecimiento monetario excesivo (que se había permitido para evitar tensiones en los mercados monetarios), el Banco de España siguió permitiéndolo porque «la fortaleza que mostraba la peseta aconsejaba evitar una mayor disciplina en los mercados financieros, que hubiese generado una fuerte presión a la apreciación de nuestra divisa o exigido intervenciones más cuantiosas en el mercado de cambios» (BE 84, pág. 117).

(18) La acumulación de razones para justificar esas expansiones monetarias hace pensar que se estaba intentando ganar aceptación para una permisividad que se reconocía excesiva, Véanse, por ejemplo: BEBE 10/84 *, págs.6-7; BEBE 1/85, pág. 33, para lo ocurrido a mediados de 1984; BE 85, pág. 109 y BEBE 1/86, pág. 10, sobre la política laxa de 1985, y BEBE 7-8/86, pág. 31, para 1986.

(19) Cfr.: J.P. JUDD y J.L. SCADDING, «Conducting effective monetary policy: The role of operating instruments», *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, otoño 1979, págs. 23-37.

(20) En junio y julio de 1984 (BE 84, pág. 103; BEBE 3/85, pág. 5); en abril de 1985 (BEBE 10/85, pág. 31); después de un crecimiento fuerte de los ALP en el primer trimestre de 1986 (BEBE 7-8/86, pág.31), etc.

(21) *The Theory of Money*. Baltimore, The Johns Hopkins University Press, 1978, pág. 292.

(22) No quiero decir con esto que el Banco de España deba, sin duda, abandonar su política de atender a la demanda de efectivo que se espera (o a otros cambios estacionales), sino que no hay argumentos decisivos para que no lo haga; si ahora no «puede» hacerlo es porque él mismo ha creado el mecanismo de respuesta que haría muy conflictiva su decisión.

(23) Esto no resulta patente entre M3 y ALP (cfr. J.J. DOLADO, «La estabilidad de la demanda...», *op. cit.*, pero sí lo es en el efecto impacto, que es aquí el relevante.

(24) Además, ha convertido a los tipos de interés en una variable procíclica (la correlación entre la media trimestral de tipos del interbancario a un mes y la tasa de variación del PIB trimestral desestacionalizado en 1980-84 es negativa, aunque pequeña), lo que añade variabilidad a la demanda de dinero y hace, por tanto, más violenta la política monetaria (gráfico 4).

(25) Véanse manifestaciones en ese sentido en BE 83, pág.117, BEBE 1/85, págs. 25 y 31-32, BEBE* 3/85, pág. 7, BEBE 10/85, pág. 23, BE 85, págs. 24 y 104, BEBE 1/86, pág. 26, BEBE 4/86*, pág.8.

(26) Declaraciones explícitas de esa actuación en BE 83, pág. 117, BEBE 6/83, pág. 34.

(27) La necesidad de esa marcha atrás aparece en BE 83, pág. 119 y 121, BEBE 10/83, págs. 42-43, BEBE 7-8/85, pág. 30, BEBE 10/85, pág. 25, BE 85, págs.110 y 113, BEBE 4/86, pág. 8.

(28) Es muy dudoso que la elevación de los tipos interbancarios, que es la que las autoridades combatían, desalentase efectivamente la demanda de crédito privado (salvo quizás en el tramo de créditos a interés variable). A principios de 1986, por ejemplo, «preocupaba a las autoridades el riesgo de frenar la recuperación que estaba experimentando la demanda de crédito» (BEBE 7-8/86, pág. 31). El tipo interbancario día a día subió, en efecto, del 8,50 por 100 (media mensual) en enero de 1986 al 10,54 por 100 en febrero y luego, sostenidamente, hasta el 12,20 por 100 en abril, pero este aumento es sólo de 0,7 puntos en el interbancario a seis meses, en tanto que el tipo cobrado por los bancos para el descuento comercial de 1 a 3 años se redujo casi 0,4 puntos entre enero y abril de 1986, y 0,5 puntos el de créditos de 3 ó más años.

(29) En el período aquí considerado, el primer episodio tuvo lugar en el segundo trimestre de 1983 (BE 83, pág. 162), y chocó, según nuestro banco emisor, con el déficit público, el pesimismo acerca de las expecta-

tivas de inflación y la esperada depreciación de la peseta. La consiguiente contracción de liquidez y los cambios en la instrumentación de la política monetaria y en la financiación del déficit llevaron a los altos tipos de interés del verano de 1983. A finales de ese año se volvió a repetir el intento de reducir los tipos de interés (BE 84, pág. 108, BEBE 1/85, pág 33), pero en los primeros meses de 1984 las instituciones financieras adoptaron una política cauta ante los cambios en la implementación de la política monetaria, reduciendo las concesiones de créditos; la acumulación de activos de caja excedentes redujo los tipos de interés (BE 84, págs. 14 y 101-103; BEBE 10/84, pág. 43). Después de ese periodo, se llevó a cabo otro intento en el verano (BE 84, págs. 14, 103 y 118); la excelente marcha de la balanza de pagos y la tendencia a la apreciación de la peseta favorecieron el experimento. De nuevo en 1985 se repitieron los intentos (BE 85, pág. 29), pero «a medida que transcurrían los meses se fue poniendo de manifiesto (...) que el logro de este objetivo estaba conduciendo a tener que aceptar unos ritmos de expansión monetaria incompatibles con los objetivos programados» (BEBE 12/85*, pág.5), procediéndose a una reducción de la liquidez en cuanto surgieron movimientos especulativos contra la peseta (BE 85, págs. 109-110). Hubo un nuevo episodio expansivo en el tercer trimestre, pero duró poco (BE 85, págs. 111-112 y 115, BEBE 10/85, págs. 26-27), y de nuevo se reanudó a principios de 1986, para volver en junio a cifras más acordes con los objetivos (BEBE 7-8/86, pág. 31).

(30) I. Mauleon y J. Pérez «Interest rates...», *op. cit.* En dicho trabajo se sugiere que la política monetaria tiene un margen de maniobra muy pequeño para afectar a los tipos de interés, pues aunque los aumentos en la cantidad de dinero tienen un efecto inmediato sobre ellos, el cambio posterior de los precios y del producto lo anula casi totalmente. A la larga, las expansiones monetarias ejercen casi toda su influencia sobre el nivel general de precios en dos trimestres, sin apenas efectos reales (cfr. también BEBE* 3/85, p.12).

(31) En los Informes del Banco de España se echa a faltar una explicación precisa de la formación de expectativas de inflación, salvo algunas referencias ocasionales a las aceleraciones monetarias (p.ej., BE 83, pág. 121). Y hay motivos para pensar que, al menos en el pasado, se consideró que estas expectativas estaban más relacionadas con los costes de producción que con la política monetaria (véase apartado 3.c)

(32) Aunque en los estudios empíricos del banco central se reconoce ese papel. Cfr.: I. Mauleon y J. Pérez, «Interest rates...», *op. cit.*

(33) Cfr.: I. Mauleón, J. Pérez y B. Sanz, «Los activos de caja...», op. cit. Ahora bien, ni siquiera la fuerte elevación del interbancario en 1983 (gráfico 4) puede atribuirse exclusivamente a una restricción monetaria. Ello transfiere buena parte de la explicación a la financiación del déficit y a las distorsiones que provocó en las instituciones y mercados financieros, incluidas las expectativas provocadas por la elevación de los coeficientes y los cambios esperados en la implementación de la política monetaria. Y esto pone un interrogante sobre la eficacia directa de las expansiones monetarias para afectar a los tipos interbancarios, sin efectos posteriores indeseables.

(34) Cfr. A. Argandoña, «La política monetaria...», *op. cit.*, y «Anàlisi econòmica...», *op. cit.*

(35) La lectura de los documentos de nuestro banco central deja flotando ciertas dudas sobre cuál es su concepción de las causas de la inflación y del papel de la política monetaria en ella. De un lado, numerosos textos recientes abonan la tesis de que la inflación tiene como causa el excesivo crecimiento de la cantidad de dinero, y de que, por tanto, hay que reducir éste como meta principal de la política monetaria. Junto a ello, asistimos a períodos en que la expansión de la liquidez se justifica por reducción de la inflación corriente (sin consideración de los retardos), como si aquella causalidad fuese irrelevante en esos momentos (cfr., por ej., BE 83, pág. 117; BEBE 1/85, pág. 33; BEBE 7-8/86, pág. 31). Además, se pone énfasis en el papel de los salarios (y otros costes) como causa de la inflación (p. ej., BEBE 6/83, pág. 20; BE 84, págs. 24, 70 y 103; BEBE* 3/85, pág.5; BEBE 10/85, pág. 19; BEBE 1/86, pág. 19; etc.); y aunque es legítimo relacionar los aumentos de precios con los de los costes, la inflación, como fenómeno a largo plazo, es distinta de las alzas de precios de una sola vez del lado de los costes. El Banco de España no parece distinguir una de otras (¿o se debe a la pluralidad de redactores de sus documentos?). Por otro lado, se habla de una «inercia» de la inflación a la baja, de unos «importantes factores de resistencia en el núcleo subyacente de la inflación interior» (BEBE 1/84, pág. 16; cfr. también BEBE 6/83, pág. 18; BEBE 7-8/86, pág. 6), que parecen estar relacionados con factores psicológicos o del lado de los costes, e independientes de las políticas monetarias presentes o pasadas, lo que exime de responsabilidad a la propia política y la transfiere, una vez más, a la mesa de negociaciones salariales. Finalmente, la contención de la inflación parece desearse para practicar una política monetaria activista (sin preguntarse si dicha política desembocará en otra situación de inflación elevada). Así, en BE 84, pág. 24, se razona que la reducción de la inflación «aumentaría los grados de libertad de la política monetaria para hacer frente a las perturbaciones transitorias de la oferta de bienes y servicios del modo más favorable para el empleo» (cfr. también BE 85, pág. 77; BEBE* 4/86, pág. 7).

(36) «The Washington economics industry», *American Economic Review*, 76, 2, mayo 1986, pág. 6.

LA CONTROLABILIDAD DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

En este trabajo, **Alfonso Novales** discute: 1) si es más apropiado utilizar un agregado monetario amplio o uno reducido como objetivo intermedio de la política monetaria, y 2) si es más conveniente utilizar los activos de caja del sistema bancario o la base monetaria como variable operativa de dicha política. Asimismo, el autor analiza los efectos que la intervención de la autoridad monetaria tiene sobre la demanda de los agregados monetarios, mostrando que dichos efectos son importantes y duran varios meses.

I. INTRODUCCION (*)

DESDE 1973 se lleva a cabo en España una política monetaria en dos niveles: en un primer nivel, se pretende conseguir un determinado objetivo final (nivel de actividad económica, tasa de inflación, empleo) a través de la actuación sobre un objetivo intermedio (un agregado monetario, un tipo de interés, nivel de crédito). En el segundo nivel, la autoridad monetaria trata de alcanzar el valor deseado de dicho objetivo intermedio actuando sobre alguna variable instrumental u operativa (activos de caja, tipos de interés, base monetaria).

La utilidad del objetivo intermedio se debe a dos motivos: 1) se observa más frecuentemente o con menor retraso que el objetivo final, lo que permite corregir posibles desviaciones a corto plazo, y 2) la relación entre éste y la variable instrumental es más estrecha y mejor conocida que la relación entre instrumento y objetivo final.

Desde un principio se decidió utilizar la tasa de variación de M3 como objetivo intermedio (1) y en 1984 pasó a utilizarse el crecimiento de los ALP. Ello no impide, sin embargo, que la autoridad monetaria continúe prestando atención a la evolución de los tipos de interés.

Existen diferentes alternativas en la puesta en práctica de una política monetaria como la reseñada, y, como consecuencia, también existe un cierto número de cuestiones fundamentales que es preciso responder y quizá someter a evaluación continuada. Por ejemplo: ¿Cuál es un objetivo final que razonablemente puede conseguirse con dicha política? ¿Qué objetivo intermedio se considera adecuado, en función de su conexión con el objetivo final elegido? ¿Cuál es la variable instrumental apropiada? ¿Cómo se debe decidir acerca del valor de dicha variable instrumental de modo que se pueda conseguir el valor del objetivo intermedio que se persigue?

En nuestro país se sigue una política monetaria activa, que, al menos desde 1974, anuncia previamente unos determinados objetivos y evalúa contínuamente el grado de exactitud con que dichos objetivos se están logrando, para proceder, si es preciso, a una corrección por medio de la variable instrumental. Mientras que la variable instrumento ha sido tradicionalmente los activos de caja del sistema bancario, sin embargo el objetivo intermedio ha variado en estos años, siempre en el sentido de pasar a considerar un agregado monetario más amplio (2). Estos cambios han venido provocados por una pérdida de control del objetivo intermedio, aunque también se han justificado en base a que el nuevo objetivo intermedio tuviese una relación más estrecha con el objetivo final que se perseguía.

Precisamente la controlabilidad de los objetivos intermedios de la política monetaria es el tema de este artículo. Examinamos tanto el grado de controlabilidad de distintos agregados monetarios, que pudieran utilizarse como objetivos intermedios, como la capacidad de control que sobre ellos tienen dos posibles variables instrumento como son la base monetaria y los activos de caja del sistema bancario.

Para analizar estas cuestiones utilizamos el modelo del multiplicador introducido por Brunner y Meltzer (1964), que relaciona un agregado monetario dado con la variable instrumento elegida y el multiplicador correspondiente. El multiplicador asociado a cada par (agregado monetario, variable instrumento) recoge en parte el comportamiento de la oferta de activos, puesto que depende inversamente del coeficiente legal de caja, y también el comportamiento de la demanda de activos, pues depende de variables como la demanda de efectivo y la demanda de depósitos a la vista, entre otras.

Un multiplicador monetario resume las características de los efectos inducidos en el objetivo intermedio por variaciones en la variable instrumental. Por tanto, caracterizar el comportamiento de estos multiplicadores es una cuestión interesante desde el punto de vista de la política monetaria. Dicho análisis abre también una cuestión de importancia: si cambios no esperados en la variable instrumental generasen a su vez variaciones en el multiplicador, y si se ignora esta relación, entonces el grado de control del objetivo intermedio no será tan eficiente como sería posible si se tuviese en cuenta la conexión entre instrumento y multiplicador.

Tras describir en la sección II el modelo del multiplicador, en la sección III se introduce una definición formal del concepto de controlabilidad utilizado en este artículo, y se derivan algunas propiedades del mismo. En la sección IV se discute si un agregado monetario reducido, como la oferta monetaria (M1), o uno amplio, como las disponibilidades líquidas (M3), o los ALP constituyen un objetivo intermedio más adecuado. En la sección V se analiza si la base monetaria o los activos de caja son un instrumento de política monetaria más apropiado. En la seccion VI se examinan y evalúan las posibles correlaciones entre los posibles instrumentos alternativos y los multiplicadores respectivos, y, finalmente, el artículo se cierra con algunas conclusiones.

Aunque, como hemos mencionado, los ALP son actualmente el objetivo intermedio de la política monetaria en España, sin embargo consideramos en este trabajo la comparación entre M1 y tanto M3 como los ALP. Esto se debe a dos razones: a) que la discusión que aquí se lleva a cabo es acerca de la elección de un agregado amplio frente a otro estrecho, y para ello la elección entre M3 y ALP es prácticamente irrelevante, y b) que, dado que M3 es aproximadamente un 80 por 100 del volumen de ALP, cabe esperar que las conclusiones no difieran excesivamente.

II. EL MODELO DEL MULTIPLICADOR MONETARIO

Los pasivos computables son aquellos pasivos bancarios que están sujetos al coeficiente legal de caja. De este modo, una proporción de los mismos, dada por el coeficiente de caja, constituye los activos de caja del sistema bancario.

La elección de los pasivos bancarios sujetos a coeficiente legal y, por tanto, calificados como pasivos computables, debe depender del agregado monetario elegido como objetivo intermedio. Así, si dicho objetivo fuese M1, entonces parece lógico que los depósitos a la vista fuesen los únicos pasivos sujetos a coeficiente de caja. Si M3 fuese el objetivo intermedio escogido, entonces tanto los depósitos a la vista como los de ahorro y los depósitos a plazo serían los pasivos computables (3). Si los ALP son el objetivo intermedio, entonces el espectro de pasivos calificados como computables es aún más amplio.

La base monetaria es la suma del efectivo en manos del público (EMP) y los activos de caja del sistema bancario (ACSB). Estos últimos se componen, a su vez, de los activos de caja obligatorios, que son una proporción q de los pasivos computables y de los activos de caja excedentes, es decir:

$$ACSB = ACO + ACE = q.PC + e.PC = (q + e).PC \quad [1]$$

donde:

- ACSB ÷ Activos de caja del sistema bancario.
- ACO ÷ Activos de caja obligatorios.
- ACE ÷ Activos de caja excedentes.
- PC ÷ Pasivos computables del sistema bancario.
- q ÷ Coeficiente legal de caja.
- e ÷ Usualmente llamado «coeficiente de reservas excedentes», definido como cociente entre los activos de caja excedentes y los pasivos computables.

Nótese que, a diferencia del coeficiente q, que viene fijado por ley y cuyo valor numérico es anunciado públicamente, el coeficiente de activos excedentes no es una magnitud legal y se define únicamente por conveniencia aritmética, pues así podemos llegar a expresar los activos de caja totales del sistema bancario como una proporción de los pasivos computables, con coeficiente igual a $q+e$.

El efectivo en manos del público se compone a su vez de los billetes y monedas en circulación, es decir, la circulación fiduciaria (que denotamos por CF), menos el efectivo en caja del sistema crediticio (que denotamos por EC). Definamos los coeficientes:

$$k = CF/PC$$
$$h = EC/PC$$

que nos permiten escribir (4):

$$EMP = CF - EC = (k - h) \cdot PC \quad [2]$$

y, reuniendo las expresiones [1] y [2], llegamos a:

$$\text{Base} = \text{EMP} + \text{ACSB} = [(k - h) + (q + e)] \cdot PC \qquad [3]$$

Vamos a suponer, a efectos de notación, que PC y PC' denotan los pasivos computables cuando M1 y M3 son, respectivamente, los objetivos intermedios de la política monetaria. Nótese que el valor del coeficiente legal también dependerá de la elección del objetivo intermedio, por lo que q denota únicamente el valor correspondiente al caso en que M1 es dicho objetivo. Lo mismo ocurrirá, en general, con el coeficiente de excedentes e, así como con los coeficientes k y h. Denotemos por q', e', k', h' los valores de dichos parámetros cuando M3 es el objetivo intermedio de la política monetaria, y por q'', e'', k'', h'', los valores de los parámetros cuando ALP es el objetivo intermedio.

A continuación vamos a obtener expresiones similares a [1] y [3] para la oferta monetaria M1, las disponibilidades líquidas M3 y los ALP. Como es sabido:

$$M1 = EMP + DV$$
$$M3 = M1 + DA + DP$$
$$ALP = M1 + DA + DP + PT + OPB$$

donde:

M1 ÷ Oferta monetaria.
M3 ÷ Disponibilidades líquidas.
DV ÷ Depósitos a la vista (5).
DA ÷ Depósitos de ahorro.
DP ÷ Depósitos a plazo.
OPB ÷ Otros pasivos bancarios.
PT ÷ Pagarés del Tesoro en manos del público.

y se tiene, de acuerdo con nuestra notación:

$$M1 = EMP + PC = [(k - h) + 1] \cdot PC$$
$$M3 = EMP + PC' = [(k' - h') + 1] \cdot PC'$$
$$ALP = EMP + PC'' = [(k'' - h'') + 1] \cdot PC''$$

El modelo del multiplicador monetario introducido por Brunner y Meltzer parte de la ecuación:

$$M_t = m_t \cdot B_t \qquad [4]$$

donde M_t es uno de los posibles agregados monetarios y B_t es la variable que el banco emisor utiliza como variable instrumento, que podría ser la base monetaria o los activos de caja del sistema bancario, y que en nuestro país viene siendo la segunda de las citadas. Esta ecuación *define* el multiplicador como cociente entre un agregado monetario y una variable instrumento. Evidentemente, existen tantos multiplicadores como pares (agregado, instrumento) podamos considerar.

Así, según que se utilice M1 o M3 como objetivo intermedio y la base o los ACSB como instrumento de la política monetaria, aparecen los siguientes multiplicadores:

$$m1^A = \frac{(k - h) + 1}{q + e}$$

$$m3^A = \frac{(k' - h') + 1}{q' + e'}$$

$$m4^A = \frac{(k'' - h'') + 1}{q'' + e''} \qquad [5]$$

$$m1^B = \frac{(k - h) + 1}{(k - h) + q + e}$$

$$m3^B = \frac{(k' - h') + 1}{(k' - h') + q' + e'}$$

$$m4^B = \frac{(k'' - h'') + 1}{(k'' - h'') + q'' + e''}$$

donde los superíndices A y B denotan multiplicadores con respecto a los ACSB y a la base monetaria, respectivamente, y los subíndices 1, 3 y 4 denotan que el multiplicador corresponde a los agregados monetarios M1, M3 y ALP, respectivamente. Puede observarse en estas expresiones que los multiplicadores con respecto a los ACSB son numéricamente superiores a los multiplicadores con respecto a la base monetaria. Por otra parte, también se tiene que los multiplicadores de los ALP son superiores a los de M3, y éstos son superiores a los de M1. Esto último es, por supuesto, una consecuencia de que los ALP incluyen a M3 además de otros depósitos, así como de que M1 sea una parte de M3.

Conviene hacer hincapié en que el modelo del multiplicador no es simplemente un modelo más de entre los que pueden utilizarse en la discusión acerca del comportamiento de los agregados monetarios. En un buen número de países (España entre ellos) la autoridad económica lleva a cabo una política monetaria activista y utiliza una variable instrumental para intentar controlar los valores de un agregado monetario que se utiliza como objetivo intermedio. Tal actuación sólo es comprensible si se acepta, más o menos explícitamente, un modelo de transmisión de efectos de la variable instrumental al objetivo intermedio. El modelo del multiplicador es la representación más sencilla en esta línea, y debe de tomarse como punto de partida sobre el que analizar posibles extensiones que lo adecúen más a la realidad empírica de cada país.

El modelo del multiplicador que acabamos de exponer sugiere importantes consideraciones en relación a la forma en que se lleva a cabo la política monetaria. Concretamente, el modelo [4] puede escribirse en la forma de tasas de variación de las variables que allí aparecen:

$$\dot{M}_t = \dot{m}_t + \dot{B}_t \qquad [6]$$

por lo que una determinada tasa de expansión (o contracción) de la variable instrumental B_t (Base o ACSB) se traducirá en una tasa de expansión igual en el agregado monetario que se utiliza como objetivo de la política monetaria únicamente cuando el multiplicador correspondiente fuese constante, incluso frente a la variación producida en el instrumento. Sin embargo, el multiplicador monetario, cuya expresión aparece en [5], es una variable que tiene un componente fijado por la autoridad monetaria (el coeficiente legal q) (6), mientras que el resto viene determinado en los mercados monetarios por el público, las empresas o el sistema bancario privado, que deciden acerca de los valores de h, k y e.

Suponer que el multiplicador monetario es constante a través del tiempo sería una aproximación excesivamente burda que puede inducir a errores importantes, incluso si se hace para un corto período. En efecto, hay dos razones por las que cabe esperar que los multiplicadores cambien en el tiempo: a) que alguno de los coeficientes de los que el multiplicador depende varíe debido a cambios relativos en los costes de oportunidad de mantener los distintos tipos de activos; b) que haya modificaciones en el coeficiente legal de caja.

Tan sólo el segundo de estos efectos es exactamente cuantificable. Pero, además de que pueden ser de importancia cuantitativa, el primero es de gran interés conceptual, puesto que recoge la influencia que sobre los multiplicadores tienen tanto las condiciones macroeconómicas como las acciones de la autoridad monetaria. Así, por ejemplo, durante períodos en que los tipos de interés son elevados cabe esperar un trasvase de fondos de cuentas de depósitos a la vista a cuentas de depósitos a plazo, lo que haría disminuir los multiplicadores de M1, mientras que tendría un efecto ambiguo (seguramente despreciable) sobre los multiplicadores de M3 y los ALP.

Por otra parte, si los multiplicadores fuesen independientes de la actividad de la autoridad monetaria, entonces tendría sentido utilizar la ecuación [4] considerando constante al multiplicador excepto en períodos de modificaciones legales o de cambios en las condiciones macroeconómicas. Sin embargo, cabe esperar que los multiplicadores monetarios, como variables aleatorias que resumen en parte las decisiones de ahorro del sector privado, respondan a las intervenciones de las autoridades monetarias.

Esta es una de las cuestiones analizadas en este trabajo. La sección VI del artículo puede verse como un inicio de evaluación de esta dependencia entre los multiplicadores y las variables operativas de la política monetaria. Sin duda que, en caso de existir, estas correlaciones deberían ser piezas importantes, al cuantificar el impacto que sobre los agregados monetarios puedan tener los valores que la autoridad monetaria fije para la variable instrumental.

En resumen, para poder analizar el efecto que sobre el agregado monetario tendrá una expansión o contracción en la variable instrumental B_t, es preciso tener una documentación detallada y rigurosa acerca de la dependencia del multiplicador correspondiente con respecto a B_t, es decir, acerca de cómo la demanda del agregado monetario por parte del sector privado, público y bancos reacciona ante cambios en los instrumentos monetarios.

Además del impacto que las actuaciones de la autoridad monetaria tienen sobre los multiplicadores, analizamos en este trabajo dos cuestiones que son fundamentales en el diseño de la política monetaria:

a) En la sección IV discutimos si es más apropiado utilizar como objetivo intermedio un agregado monetario estrecho, como M1, o uno más amplio, como M3 o ALP. A efectos de este artículo, un objetivo intermedio es más o menos apropiado únicamente en función de su controlabilidad por parte de la autoridad monetaria.

Por supuesto, éste no es el único criterio bajo el que analizar dicha cuestión. Un objetivo de la política monetaria se califica de «intermedio» precisamente porque sirve de conexión con el objetivo final de dicha política. Por consiguiente, el grado de correlación entre ambos objetivos a través del tiempo, así como la predecibilidad de las posibles variaciones en dicha relación, deben ser criterios de importancia en la elección de un agregado monetario como objetivo intermedio. Sin embargo, relegamos el análisis de este segundo grupo de cuestiones para un trabajo posterior.

b) En la sección V discutimos si es la base monetaria o son los activos de caja un instrumento más adecuado para la puesta en práctica de la política monetaria. De nuevo, analizamos esta cuestión únicamente desde la perspectiva de cuál es el instrumento que nos garantiza un mayor «control» del objetivo intermedio elegido.

III. EL CONTROL DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Vamos a introducir en esta sección una representación formal del problema de controlabilidad de los objetivos intermedios. Dicha representación será de gran utilidad para poder relacionar la cuestión de dicha controlabilidad con la evolución de los multiplicadores monetarios.

Supongamos que se fija un valor objetivo M^*_{t+1} del agregado monetario M_t durante el próximo período. La cuestión de la *controlabilidad* de M_t reside en el grado en que la autoridad monetaria puede aproximarse al valor deseado M^*_{t+1}. Formalmente, puede pensarse que la autoridad monetaria resuelve en cada período el problema de optimización:

$$\min_{B_{t+1}} E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2$$

sujeto a: $$M_{t+1} = m_{t+1} + B_{t+1}$$

donde todas las variables aparecen en logaritmos, y elige el valor del instrumento B_{t+1} de modo que se minimice el valor esperado de las desviaciones entre el valor realizado y el valor objetivo de M_{t+1}. Al resolver el problema se tiene además en cuenta que el instrumento B_{t+1} y el objetivo M_{t+1} están relacionados a través del multiplicador m_{t+1}, una variable aleatoria cuyo valor es tratado por el decisor como exógeno.

Como se muestra en el apéndice, si la autoridad monetaria tiene un perfecto control de la variable instrumental B_{t+1}, entonces la solución del problema anterior viene dada fijando un valor de dicha variable:

$$\ln B_{t+1} = \ln M^*_{t+1} - \ln E_t m_{t+1} \qquad [7]$$

Es decir, que el decisor debe predecir el valor del multiplicador en el siguiente período y dividir el valor deseado del objetivo por dicha predicción para obtener el valor que debe tomar la variable instrumento, o variable de control B_{t+1} (7). El valor de la función objetivo es en tal caso:

$$E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2 = E_t (m_{t+1} - E_t m_{t+1})^2 = \mathrm{Var}_t\, m_{t+1}$$

es decir, igual a la varianza del error de predicción del multiplicador m_{t+1} para el próximo período.

La interpretación de este resultado es: supongamos que se fija un valor objetivo del agregado monetario M_t para el próximo período. Como la variable instrumental B_t (base monetaria o activos de caja) es perfectamente controlable por la autoridad monetaria, entonces la posible desviación entre el valor realizado de M_t el próximo período y su valor deseado se deberá únicamente a errores de predicción en el período actual del valor futuro del multiplicador.

La autoridad monetaria puede llegar a tener un control menos que perfecto de B_t. Ello podría ocurrir si su preocupación por tensiones en los tipos de interés le mueven a cambiar su centro de atención y pasar a llevar a cabo una política monetaria que mantenga los tipos en un cierto rango. Alternativamente, podría ocurrir que las necesidades de financiación del sector público requieran que los tipos de interés se mantengan en un cierto intervalo.

Cuando la autoridad monetaria no controla B_t perfectamente, entonces la regla de decisión óptima es la misma que con control perfecto de B_t, pero el valor de la función objetivo es ahora:

$$E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2 = \mathrm{Var}_t\, m_{t+1} + \mathrm{Var}_t\, B_{t+1} + 2 \cdot \mathrm{Cov}_t (m_{t+1}, B_{t+1})$$

que muestra el importante papel que juegan las posibles correlaciones entre el instrumento de la política monetaria y el multiplicador del objetivo intermedio elegido.

Por tanto, en general, el problema de control del agregado monetario presenta una doble vertiente: por una parte, existe el problema técnico del control por parte del Banco de España de sus operaciones de regulación, es decir, el grado de perfección con el que controla ACSB o la base monetaria. En segundo lugar, está el problema de predicción del multiplicador para el período siguiente. Es de este segundo aspecto del que tratan las siguientes secciones.

El problema de optimización que hemos presentado es equivalente a aquél en que la autoridad monetaria fija el objetivo intermedio en términos de la tasa de variación de M_t, es decir:

$$\min_{\dot{B}_{t+1}} E_t (\dot{M}_{t+1} - \dot{M}^*_{t+1})^2$$

sujeto a: $$\dot{M}_{t+1} = \dot{m}_{t+1} + \dot{B}_{t+1}$$

cuya solución es, en el caso de un control perfecto del instrumento:

$$\dot{B}_{t+1} = \dot{M}^*_{t+1} - E_t \dot{m}_{t+1} \qquad [8]$$

y el valor mínimo de la función objetivo:

$$E_t (\dot{M}_{t+1} - \dot{M}^*_{t+1})^2 = Var_t \dot{m}_{t+1}$$

El caso del control imperfecto de B_t puede analizarse de modo similar.

Puede comprobarse fácilmente que las reglas de decisión [7] y [8] para el logaritmo de B_{t+1} y la tasa de variación de B_t ($= \log B_{t+1} - \log B_t$), respectivamente, conducen al mismo valor de B_{t+1} y M_{t+1}. Sólo cambia el valor minimizado de la función objetivo, que es $Var_t \dot{m}_{t+1}$ en el primer caso (con m_{t+1} en logaritmos), y $Var_t \dot{m}_{t+1}$ en el segundo caso. Dado que m_t se supone conocido en el momento de tomar la decisión acerca del valor de B_{t+1}, dichos valores de las funciones objetivo se diferencian sólo en una constante.

IV. LA OFERTA MONETARIA Y LAS DISPONIBILIDADES LIQUIDAS COMO OBJETIVOS INTERMEDIOS

El Banco de España pasó a utilizar como objetivo intermedio los activos líquidos en manos del público (ALP) en el primer trimestre de 1984, aduciendo dificultades en el control de M3, que podrían subsanarse utilizando un agregado más amplio, que incluyese los activos que, no estando en M3, fuesen sustitutos de otros activos en M3. Elegimos utilizar M3 en este trabajo, junto con ALP, como representantes de un objetivo amplio de la política monetaria porque, como es sabido, M3 fue el objetivo intermedio de la política monetaria durante gran parte del período muestral. De este modo, a efectos de la discusión que aquí hacemos acerca de la conveniencia relativa de utilizar un agregado monetario reducido frente a uno más amplio como objetivo intermedio, compararemos M1 alternativamente con M3 y ALP.

El argumento que típicamente se utiliza para concluir que las disponibilidades líquidas (o los ALP) son una variable instrumental más aceptable que otro agregado más restringido y, en particular, más aceptable que M1, se basa en que M3 (o los ALP) es supuestamente más controlable que M1 por parte de la autoridad monetaria.

Lamentablemente, no es habitual en la literatura existente sobre estos temas dar una definición precisa de lo que se entiende por *controlabilidad* de una variable económica. De hecho, parece existir cierta confusión, pues en algunas ocasiones se ha tendido a calificar de «poco controlable», «volátil» e incluso «difícil de predecir» una variable económica cuya serie temporal presenta una varianza muestral elevada y, por consiguiente, unas fluctuaciones importantes.

Otras veces, para comparar el grado de volatilidad de una variable económica con respecto al de otra, se han calculado sus respectivas varianzas muestrales, así como también las varianzas en distintos subintervalos muestrales para analizar posibles cambios en el grado de volatilidad de las variables en consideración. Sin embargo, aplicar este sencillo procedimiento estadístico para juzgar la controlabilidad relativa de M1 y M3 nos parece totalmente inadecuado.

Con todo ello se han confundido algunos conceptos que son fundamentales en el análisis de series económicas, pero que no son idénticos entre sí.

Para tratar de clarificar posiciones, mantenemos en este trabajo que una variable es *volátil* si su varianza muestral es grande en relación con el valor medio de dicha variable (8). Por otra parte, *la dificultad de predecir* una serie ha de venir asociada únicamente con la magnitud (en términos porcentuales) de la varianza de su error de predicción. Dicha magnitud no guarda, en principio, una relación exacta con la varianza de la serie y, por tanto, con la volatilidad de dicha variable (9).

Intuitivamente, es fácil ver que si una variable es poco volátil, en general será fácil de predecir, en el sentido de que su error de predicción será, en promedio, un porcentaje pequeño del valor medio de la variable. Sin embargo, no es necesariamente cierto que una variable muy volátil sea difícil de predecir (10).

El concepto de *controlabilidad* requiere de una definición que posiblemente deba depender del contexto en que se utilice. En la sección anterior hemos definido el grado de controlabilidad de un agregado monetario como el valor esperado de la desviación entre la realización de dicho agregado y su valor deseado, al cuadrado. Como ya mencionamos, en el apéndice se prueba que si la autoridad monetaria puede decidir exactamente el valor de la variable instrumental, entonces dicho gra-

CUADRO N.° 1

DESVIACION TIPICA DEL ERROR DE PREDICCION 1 PERIODO HACIA EL FUTURO EN LOS MODELOS UNIVARIANTES

		1974,1—1986,11 (%)	*1974,1—1983,12 (%)*
Agregados monetarios	M1	.78	
	M3	.38	
	ALP	.32	
Multiplicadores respecto a la base monetaria	$m1^B$	1.54	1.31
	$m3^B$	1.40	1.33
	$m4^B$	1.46	1.29
Multiplicadores respecto a ACSB	$m1^A$	3.34	3.70
	$m3^A$	3.23	3.30
	$m4^A$	3.27	3.25
Variables instrumento	BASE	1.51	
	ACSB	2.88	

Nota: Estimaciones efectuadas con datos mensuales.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

do de controlabilidad viene dado por la varianza del error de predicción del multiplicador correspondiente.

La afirmación acerca de una menor controlabilidad de M1 que de M3 puede haber venido provocada por una identificación de los conceptos de «controlabilidad» y «dificultad de predicción». Es cierto que si la autoridad monetaria pretendiese utilizar modelos que le proporcionasen predicciones acerca de la evolución futura de los agregados monetarios M1, M3 y ALP, obtendría un mayor error de predicción de M1 que de M3 y de ALP (en términos relativos, como, por ejemplo, en porcentajes de los valores tomados por ambas series).

Este es un resultado que surge de forma clara en los modelos univariantes de series temporales que se estiman para ambas variables. Por ejemplo, el cuadro n.° 1 muestra que la desviación típica del error de predicción citado es del 0,78 por 100 del valor que toma M1, del 0,38 por 100 del valor que toma M3 y del 0,32 por 100 del valor de ALP, todos ellos obtenidos a partir de modelos univariantes (es decir, utilizando como variable explicativa tan sólo el pasado de la propia serie), y tras realizar el análisis de intervención preciso para descontar el efecto de modificaciones exógenas en los mercados monetarios (fundamentalmente, cambios en los valores de los coeficientes legales) que hubieran tenido un efecto significativo temporal o permanente (11). En resumen, el error de predicción de M1 (en porcentaje de su valor promedio) es de una magnitud aproximadamente doble del error de predicción de M3 y de ALP.

Sin embargo, expresado de esta forma, el argumento no utiliza eficientemente la información disponible acerca de la evolución temporal de los agregados monetarios, y sería por tanto un modo poco correcto de resolver la cuestión de la controlabilidad relativa de los distintos agregados monetarios.

En tanto en cuanto la autoridad monetaria pueda decidir exactamente el valor de la variable instrumento (ACSB o base monetaria), entonces el problema de conseguir que el agregado monetario escogido tome el valor objetivo es únicamente un problema de capacidad de predicción del multiplicador correspondiente. Además, ya hemos visto que la mayor o menor controlabilidad del agregado depende únicamente de la varianza del error de dicha predicción (12).

El cuadro n.° 1 proporciona la información necesaria para analizar esta cuestión: cuando se estiman modelos univariantes de los tres agregados monetarios para el periodo 1974, 1-1986, 11, M1 resulta tener un error de predicción un 111 por 100

mayor que el de M3, y un 106 por 100 mayor que el de ALP. Sin embargo, los errores de predicción de sus multiplicadores con respecto a los ACSB son bastante similares entre sí. La varianza del error de predicción de $m1^A$ (3,34 por 100) es tan sólo un 3 por 100 mayor que la varianza del error de predicción de $m3^A$ y un 2 por 100 mayor que la varianza del error de predicción de $m4^A$.

Cuando se consideran los multiplicadores con respecto a la base monetaria, la varianza del error de predicción de $m1^B$ (1,54 por 100) es un 10 por 100 mayor que la de $m3^B$, y un 5 por 100 mayor que la de $m4^B$.

Estas evaluaciones numéricas de las diferencias existentes entre el grado de capacidad de predicción de cada multiplicador sugieren que tanto M1 como M3 o los ALP son igualmente controlables. Aunque las diferencias son mayores para los multiplicadores con respecto a la base, en ningún caso son significativas al 95 por 100 de confianza.

Por otra parte, la varianza del error de predicción de $m3^A$ es un 3 por 100 mayor que la de $m4^A$, mientras que la varianza del error de $m3^B$ es un 4 por 100 menor que la de $m4^B$. Así pues, desde el punto de vista de la controlabilidad del objetivo monetario, tampoco parece que deba haber ninguna preferencia entre utilizar M3 o ALP.

Las diferencias entre las varianzas del error de predicción de los multiplicadores con respecto a ACSB y a la base son notablemente mayores. La sección V de este artículo se dedica al análisis de esta observación empírica.

Durante el primer trimestre de 1984 tuvieron lugar una serie de modificaciones legales que afectaron en gran medida al valor de los multiplicadores monetarios, como puede verse en los gráficos 1 y 2 (13). En dichos meses se cambió el valor del coeficiente de caja de las instituciones de crédito, desapareció el coeficiente de depósitos obligatorios y se modificó la definición de pasivos computables. Es lógico pensar que dichos cambios fueron suficientemente importantes como para haber afectado a las relaciones estructurales entre agregados monetarios, multiplicadores y variables operativas.

Es por ello por lo que repetimos las estimaciones para el período 1974,1-1983,12, con los resultados que aparecen en la segunda columna del cuadro n.° 1. A la vista de dichos resultados se mantienen las mismas conclusiones que obtuvimos de las estimaciones para todo el intervalo muestral. Este nuevo análisis tiene, sin embargo, un interés adicional, pues muestra que, de acuerdo estrictamente con un criterio de controlabilidad, no había en diciembre de 1983 una evidencia empírica suficientemente clara a favor de un agregado monetario más amplio como objetivo intermedio que justificase el cambio de política monetaria que se introdujo en ese momento.

La interpretación de este resultado surge de la observación de las composiciones de ambos agregados monetarios (cuadro n.° 2), donde puede observarse que, como era de esperar, el efectivo es un componente mucho más importante de M1 que de M3.

En una primera aproximación, puede calcularse el impacto del efectivo sobre los multiplicadores correspondientes a cada agregado monetario calculando las derivadas correspondientes en las expresiones [5] (14). Cuando estas derivadas se evalúan para los valores actuales de cada uno de los coeficientes que aparecen en la definición de los multiplicadores, se observa que el impacto del efectivo sobre $m1^A$, $m3^A$ y $m4^A$ es sensiblemente mayor que sobre $m1^B$, $m3^B$ y $m4^B$. Intuitivamente, el efectivo aparece tan sólo en el numerador de los multiplicadores respecto a los ACSB, mientras que aparece en el numerador y denominador de los multiplicadores con respecto a la base. De este modo, en el último caso, los dos términos del cociente varían con el efectivo, por lo que las fluctuaciones de éste quedan amortiguadas en los multiplicadores con respecto a la base, pero no en los de ACSB.

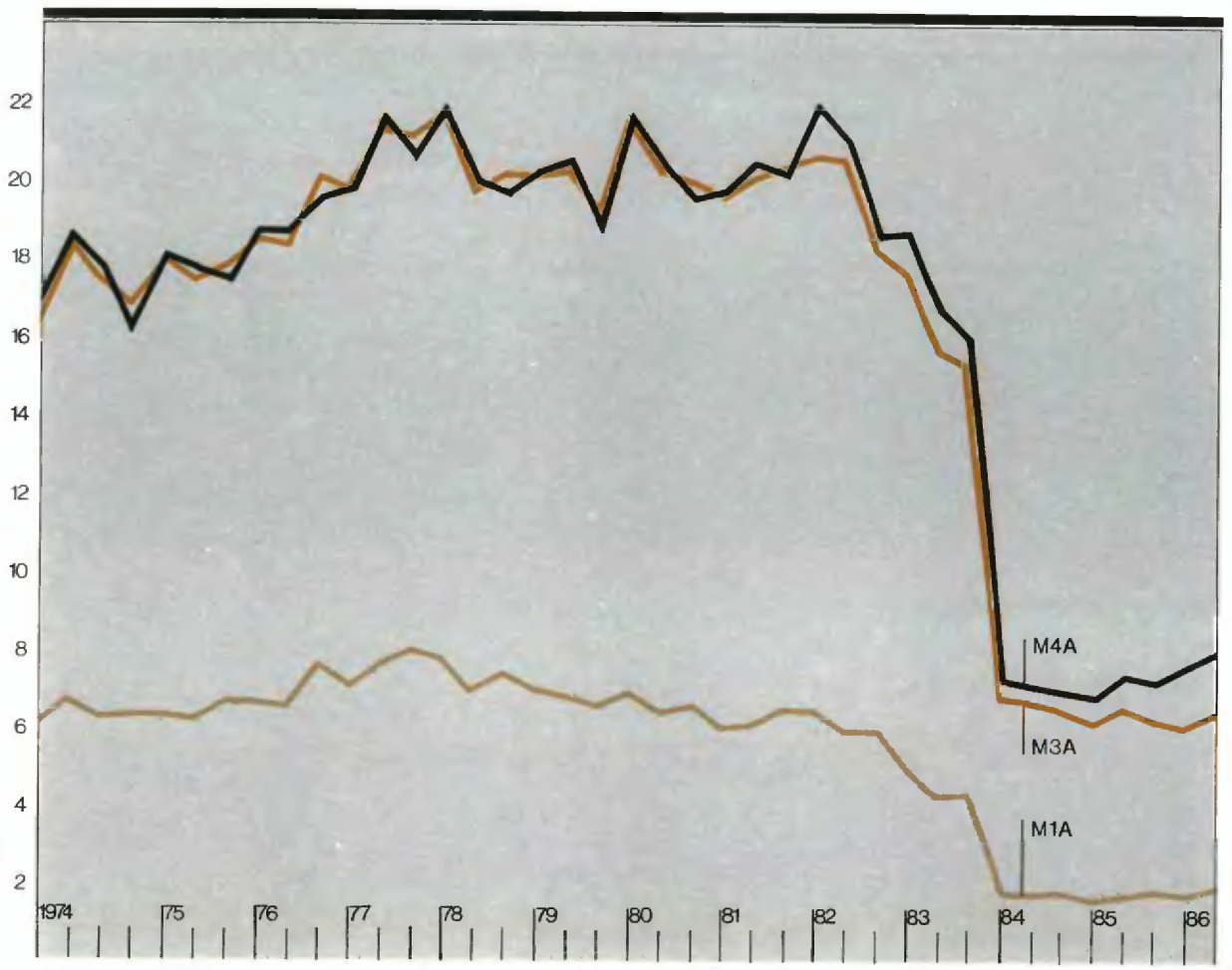
Como quiera que el efectivo es una variable monetaria con un error de predicción importante, no resulta sorprendente que los multiplicadores con

CUADRO N.° 2

Composición porcentual de M1		*Composición porcentual de M3*	
Efectivo	34	Efectivo	10
Depósitos a la vista	66	Depósitos a la vista	20
Total	100	Depósitos de ahorro	26
		Depósitos a plazo	44
		Total	100

Nota: Elaborado con datos de julio de 1986.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.
Datos de fin de mes.

GRAFICO 1
MULTIPLICADORES RESPECTO A LOS ACSB



respecto a los ACSB sean más difíciles de predecir que los multiplicadores con respecto a la base. Del mismo modo, las descomposiciones porcentuales anteriores de M1 y M3 sugieren que los multiplicadores del primero (tanto con respecto a la base monetaria como con respecto a los ACSB) sean algo más difíciles de predecir que los multiplicadores del segundo.

Estas conclusiones se basan en el supuesto de que la autoridad monetaria puede decidir exactamente el valor de B_{t+1}, lo que nos ha permitido llevar a cabo la discusión simplemente en términos de la varianza del error del multiplicador. Si, por el contrario, la autoridad no controla exactamente el valor de B_{t+1}, entonces ya hemos visto que el grado de controlabilidad de un agregado monetario viene dado por:

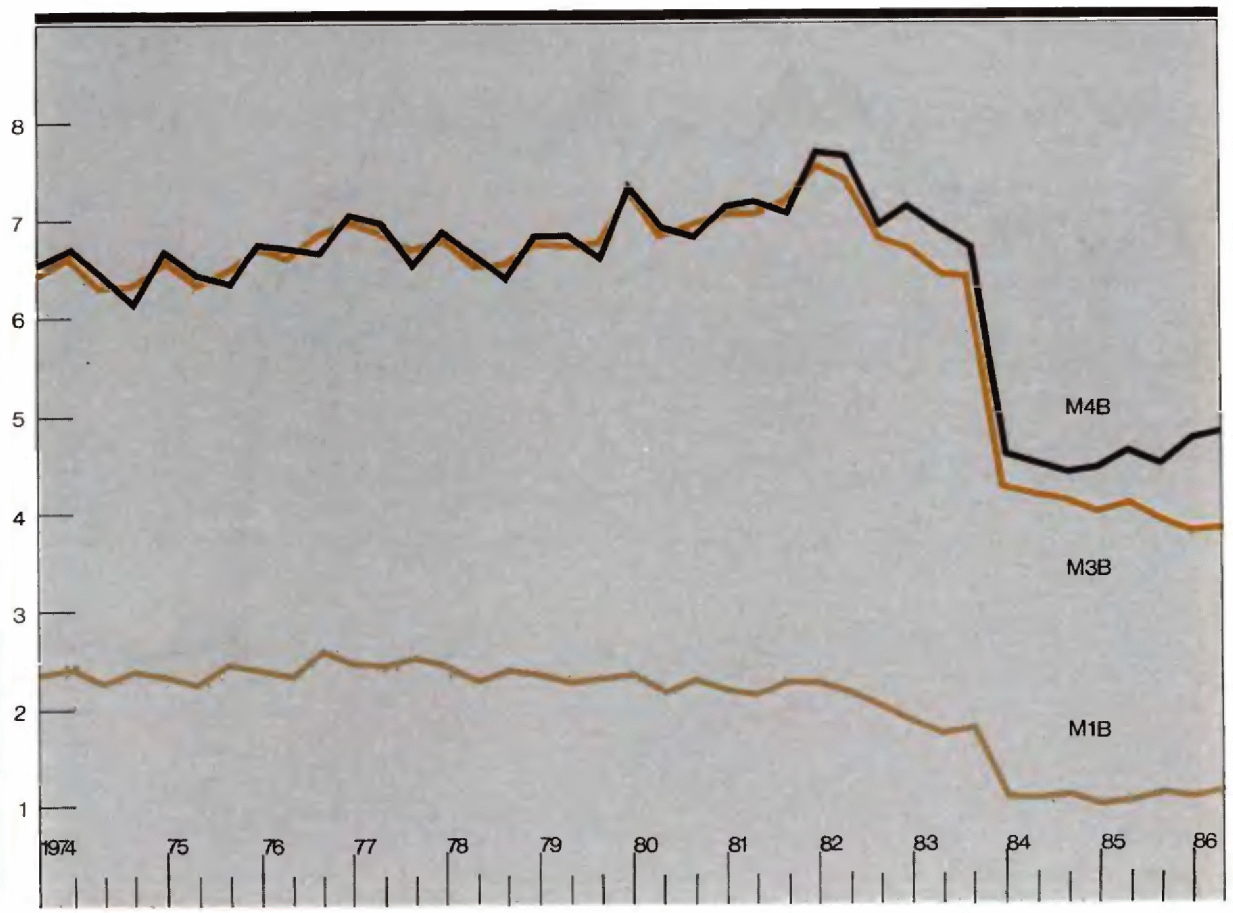
$$E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2 = Var_t\, m_{t+1} + Var_t\, B_{t+1} + 2 \cdot Cov_t\, (m_{t+1},\, B_{t+1})$$

Suponiendo que el error de predicción de B_{t+1} que comete la autoridad monetaria coincide con el de un observador ajeno, entonces podemos evaluar la expresión anterior a partir de las estimaciones que realizamos de modelos bivariantes constituidos por uno de los multiplicadores y la base monetaria:

$$E_t (M1_{t+1} - M1^*_{t+1})^2 = 2{,}04 + 1{,}78 - 2{,}58 = 1{,}24$$
$$E_t (M3_{t+1} - M3^*_{t+1})^2 = 1{,}82 + 1{,}77 - 3{,}04 = 0{,}52$$

lo que nos conduce al resultado de que si la base

GRAFICO 2
MULTIPLICADORES RESPECTO A LA BASE



monetaria hubiese sido la variable instrumental utilizada a lo largo del período muestral, y si ésta no fuese exactamente controlable por el Banco de España (15), entonces M3 parecería un agregado más controlable que M1.

Claramente, sería interesante realizar el mismo ejercicio con los multiplicadores de M1 y M3 con respecto a ACSB. En particular, tendría interés analizar si también con un control imperfecto de ACSB M1 es tan controlable como M3 de acuerdo con los criterios aquí introducidos. Lamentablemente, al estimar un modelo bivariante con $M3^A$ y ACSB, aparecen correlaciones muy altas entre ambas series, así como entre los parámetros que parecía razonable incluir en dicho modelo, por lo que se desistió de tal intento.

Tal problema no ocurre en el modelo de $m1^A$ y ACSB, a pesar de que la correlación entre ambas series es también importante. Sin duda, sería importante estudiar en detalle este problema en algún momento.

Como se dijo en la Introducción, aunque el grado de controlabilidad de un agregado monetario es una información muy relevante, sin embargo no es el único criterio que debe seguirse en la elección de un objetivo intermedio. También ha de evaluarse el grado de conexión entre cada uno de los posibles objetivos intermedios y el objetivo final (por ejemplo, el control de la tasa de inflación). Junto con la capacidad de predecir la evolución de dicha relación, toda esta información proporcionaría una visión completa del problema, cosa

que aquí no pretendemos hacer. La capacidad de conseguir el valor deseado del objetivo final y, por tanto, la elección de un objetivo intermedio determinado, debe descansar simultáneamente sobre todas estas características.

V. LA BASE MONETARIA FRENTE A LOS ACTIVOS DE CAJA COMO VARIABLE OPERATIVA

Con respecto a la elección de la base monetaria o los activos de caja del sistema bancario como variable operativa, existen en la literatura dos argumentos con conclusiones opuestas. Ambos consideran la *identidad:*

ACSB + EMP = Base monetaria = Operaciones del Banco de España con el sector crediticio + Crédito del Banco de España al sector público + Crédito del Banco de España al sector exterior.

Algunos argumentan la superioridad de ACSB sobre la base atendiendo a la parte izquierda de la identidad anterior: si se utilizase la base como variable operativa, dicen, la alta volatilidad (¿baja capacidad de predicción?) que se observa en el efectivo precisaría de fluctuaciones importantes de signo opuesto en los ACSB. Estas fluctuaciones inducirían fluctuaciones no deseadas en los agregados monetarios, con un posible efecto posterior sobre los precios.

Por el contrario, si se utilizasen los ACSB como variable operativa, entonces podrían ignorarse las fluctuaciones en el efectivo. Bajo este punto de vista, la utilización de los ACSB frente a la base monetaria no sólo requiere menos información, sino que además garantiza una mayor estabilidad general del sistema monetario.

El argumento opuesto se deriva de la observación de la parte derecha de la identidad anterior. Así, se afirma que, puesto que el Banco de España tiene (supuestamente) un control perfecto de sus operaciones con el sector crediticio, entonces el logro de un valor deseado para la base requiere únicamente de información acerca de la evolución de los sectores público y exterior, y efectuar las operaciones de mercado abierto necesarias.

Alternativamente, si se utilizasen los ACSB como variable instrumental, entonces, puesto que:

$$ACSB = BM - EMP$$

podría concluirse que la consecución del valor deseado de ACSB requeriría no sólo de la información precisa en el caso en que se utiliza la base como instrumento, sino además de la información concerniente a la evolución del efectivo en manos del público.

Aun siendo contrarias, ambas posiciones son, a nuestro entender, erróneas y se basan en algunos supuestos que son, al menos, cuestionables:

a) la independencia de la demanda de efectivo con respecto a los elementos que componen la variable instrumental, ya sean los mismos ACSB o las operaciones de crédito del Banco de España, por ejemplo, y

b) como consecuencia, la ausencia de un efecto inducido sobre la demanda de efectivo por cambios en el volumen ofrecido de ACSB, o en el volumen de crédito ofrecido al sector privado, o en otros componentes.

No puede utilizarse una identidad para extraer conclusiones sobre relaciones entre algunas de las variables que la integran, si no es bajo el supuesto de que todas las demás variables permanecen constantes. Esto último es precisamente lo que ponemos en tela de juicio.

Por otra parte, la confusión mencionada en la sección anterior ha estado presente en ocasiones al justificar la elección de alguna de las variables consideradas en la puesta en práctica de la política monetaria. Así, por ejemplo, en el *Informe Anual* de 1980 (pág. 142) se discutía la cuestión que aquí nos ocupa acerca de la comparación de los ACSB y la base como variable instrumental más idónea. Por inspección gráfica de las series de $m3^A$ y $m3^B$, se justificaba la utilización de los ACSB, ya que $m3^B$ era «más volátil» que $m3^A$.

En esta sección proponemos un análisis alternativo de esta importante cuestión, basado en el criterio de controlabilidad que introdujimos en la sección III.

Supongamos que la autoridad monetaria ha decidido que un cierto agregado monetario M_t va a ser utilizado como objetivo intermedio y que existen varias candidatas a ser elegidas como variables instrumentales para la consecución de dicho objetivo. Supongamos asimismo que la autoridad monetaria puede fijar exactamente el valor de B_{t+1}. Entonces, de acuerdo con el criterio de controlabilidad de un agregado monetario que introdujimos en la sección III, fijado M_t como objetivo, deberá utilizarse como instrumento aquella variable (ACSB o base) con respecto a la que

el multiplicador de M_t tiene un error de predicción con menor varianza.

Un análisis del cuadro n.° 1 revela que si hubiésemos de escoger entre la base monetaria y los ACSB como variable instrumental, entonces la primera debiera ser la elegida. La razón para ello es que tanto el multiplicador de M1 con respecto a la base como el de M3 y el de ALP tienen un error de predicción con una varianza inferior a la mitad de la varianza de los multiplicadores correspondientes con respecto a los ACSB.

VI. LA RESPUESTA DEL MULTIPLICADOR A VARIACIONES NO ESPERADAS EN LA VARIABLE INSTRUMENTAL

Mientras que la variable instrumental está totalmente determinada por la autoridad monetaria, el multiplicador monetario tiene componentes fijados por dicha autoridad, como es el coeficiente legal de caja q, y otros componentes determinados por el comportamiento del sector privado (familias, empresas y banca y cajas de ahorros), como los coeficientes k, h y e. Las decisiones que el sector privado tome en términos del efectivo y depósitos a mantener en cada período, junto con sus restantes decisiones de consumo y de inversión, resultan de resolver un problema de optimización intertemporal bajo incertidumbre. Para resolver dicho problema, un agente privado toma en consideración la historia de las decisiones de política monetaria, así como sus expectativas acerca del comportamiento futuro de la autoridad monetaria.

Las sorpresas o innovaciones que, desde el punto de vista de los agentes privados, se producen en los valores tomados por las variables con las que se instrumenta la política monetaria, señalan a estos agentes posibles variaciones en la puesta en práctica de dicha política. Es complejo tratar de describir analíticamente la forma en que las reglas de decisión de los agentes dependen de las innovaciones en las variables instrumentales. Para ello habría que formular explícitamente los problemas de optimización de los agentes, y, en particular, la forma en que sus expectativas acerca de los valores futuros de las variables de política monetaria entran en dichos problemas.

Sin embargo, sí resulta claro que, como consecuencia de tal comportamiento, la forma funcional de las reglas de decisión de los agentes cambiará cuando varíen las pautas de comportamiento de la autoridad monetaria. Incluso si dichas pautas de comportamiento no cambian, los valores tomados por las variables de decisión de los agentes económicos, que en nuestro caso resumimos en el multiplicador, dependerán de los valores que tomen las variables con que se instrumenta la política monetaria, y que, en nuestro caso, resumimos en la base monetaria o en los ACSB.

Es claro que la caracterización de las correlaciones entre la variable de control y el agregado monetario resulta clave en la puesta en práctica de la política monetaria: supongamos que la autoridad monetaria haya decidido un valor objetivo para el agregado M_t. A continuación, predice el valor del multiplicador correspondiente m_t y, mediante el modelo del multiplicador, decide finalmente acerca del valor que debe tomar la variable de control B_t. Sin embargo, el valor que resulte para M_t no coincidirá exactamente con el valor objetivo. Además de razones obvias que puedan explicar tal discrepancia, como son la incertidumbre inherente en el proceso de demanda de los componentes de M_t, si el multiplicador y la variable de control están significativamente correlacionados, entonces parte de la desviación entre el valor de M_t y su objetivo vendrá provocada por la variación que sobre el multiplicador produce el cambio en el valor de la variable instrumental B_t. Consecuentemente, al menos una parte del error cometido en el proceso de control de M_t podría haberse evitado tomando en cuenta dichas correlaciones.

Dicho de otro modo, cambios no esperados en los valores de B_t generan cambios en m_t, que, si bien no eran esperados *a priori*, podrían haberse previsto al conocer las variaciones en B_t. Como consecuencia, las variaciones que se producirán en M_t serán dobles: en parte inducidas por B_t, y en parte producidas por el cambio adicional en m_t. Estos efectos se superpondrán o, por el contrario, tenderán a anularse, dependiendo del signo de la correlación entre m_t y B_t. Ignorar las posibles correlaciones que puedan existir entre la variable de control monetario y el multiplicador correspondiente al agregado monetario que se intenta controlar genera un error de control en la política monetaria que podría ser evitado. Esta sección del artículo se dedica a la evaluación de tales correlaciones.

Si la dependencia del multiplicador con respecto

a la variable instrumental es significativa, no es preciso elaborar un modelo al nivel de detalle antes apuntado para recoger dicha relación. Modelos bivariantes de series temporales, que expliquen el comportamiento del multiplicador y de la variable instrumental utilizando tan sólo el pasado de estas dos variables, deben producir información relevante acerca de las relaciones entre ambas.

Modelos de este tipo fueron estimados para la base monetaria y $m1^B$, así como para la base y $m3^B$, con resultados que pueden resumirse en las siguientes observaciones:

1) La consideración del modelo bivariante con la base monetaria produce un incremento en el poder predictivo de $m1^B$ de un 12 por 100 con respecto a su modelo univariante, mientras que apenas mejora la predicción de $m3^B$.

2) La correlación contemporánea entre $m3^B$ y la base es un 25 por 100 más elevada que la correlación entre $m1^B$ y la base. Esto explica en parte el resultado anterior: precisamente porque casi toda la relación entre $m3^B$ y la base ocurre dentro del período de observación de nuestras series (un mes), apenas puede mejorarse la predicción de $m3^B$ al considerar la información adicional que valores pasados de la base monetaria pudiesen proporcionar.

3) La forma de la ecuación de la base monetaria es muy similar en ambos modelos bivariantes. Esta observación, junto con la ausencia de algún efecto retardado de realimentación de los multiplicadores hacia la base en nuestros modelos estimados, aporta evidencia a favor de nuestro planteamiento de la relación entre multiplicadores y base, en el sentido de que la última sigue un proceso estocástico exógeno con respecto a los multiplicadores, mientras que el comportamiento estocástico de éstos depende de la evolución de la base monetaria.

4) La respuesta de $m1^B$ a un incremento de un 1,0 por 100 en el valor de la base monetaria en un determinado período consiste en una disminución de $m1^B$ en un 0,75 por 100 de su valor en ese mismo período, una disminución adicional de un 0,06 por 100 en el siguiente período, y una recuperación de 0,09 por 100 en el tercer período, tras el cambio en la base.

5) Por otra parte, la respuesta de $m3^B$ consistiría en una disminución de 0,80 por 100 en el período en que cambia la base, y una disminución adicional de 0,14 por 100 en el período siguiente.

Por consiguiente, las respuestas de ambos multiplicadores durante el período del cambio en la base, así como en el siguiente mes, son bastante similares, y la principal diferencia reside en la recuperación en $m1^B$ hacia el final del trimestre, tras el cambio en la base monetaria.

Como resumen, es de importantes consecuencias de cara a la puesta en práctica de la política monetaria el observar que:

1) Tanto si se utiliza M1 como objetivo intermedio como si se utiliza M3 (y, presumiblemente, si se utiliza ALP, como es el caso), sus multiplicadores están correlacionados con la variable instrumento de la política monetaria, por lo que intervenciones de la autoridad monetaria sobre dicha variable generarán además cambios en los multiplicadores. Como consecuencia, la respuesta del agregado monetario al cambio en la variable instrumento no será igual a la que se hubiese predicho sin tener en cuenta estas correlaciones.

2) Las correlaciones entre multiplicador y variable instrumento son negativas, por lo que las variaciones inducidas sobre el multiplicador tienden a amortiguar las producidas por la autoridad monetaria en la variable instrumento.

3) Los efectos sobre los multiplicadores se extienden a un período superior a un mes. En consecuencia, el interés de tener en cuenta las correlaciones entre multiplicadores y variable instrumental se debe no sólo a mejorar la predicción del efecto que se conseguirá sobre el objetivo intermedio, sino también a mejorar la predicción de dicho agregado monetario en los meses siguientes.

Una posible vía de interpretación de estos resultados sería la observación de que, cuando el Banco de España incrementa la variable instrumento (base o ACSB), se produce una cantidad de reservas excedentes por encima de las legales por las entidades bancarias. Aunque este fenómeno (un incremento no deseado en el valor del *ratio* e) haría disminuir los multiplicadores, con lo cual habría una conexión entre B_t y m_t, también es cierto que el mercado interbancario permite a los bancos deshacerse de dichos excedentes en un plazo inmediato, por lo que este efecto no sería detectable en datos mensuales.

Otra hipótesis es la de que o bien el coeficiente k del efectivo en manos del público, o los coeficientes h ó e no son funciones lineales del *stock* de pasivos computables. De modo alternativo, y para ser consistente con los resultados presenta-

dos, se podría pensar que k es una función decreciente de los pasivos computables, o bien que quizá h y/o e sean funciones crecientes de los mismos.

Las interpretaciones que acabamos de hacer son aún preliminares, pues requieren un análisis empírico más exhaustivo que el que hasta el momento se ha hecho, pero la importancia de las conclusiones antes enumeradas hace que deban ser tenidas en cuenta en el diseño de los esquemas de intervención de la autoridad monetaria.

En todo caso, los resultados de esta sección sugieren modificaciones en el modelo del multiplicador que lo harían más consistente con las observaciones empíricas obtenidas. En particular: a) los parámetros k, h, e podrían depender de PC, y b) la relación entre B_t y M_t es dinámica, extendiéndose a varios períodos.

VII. CONCLUSIONES

Si la autoridad monetaria decide llevar a cabo una política activa, tiene abiertas varias opciones: a) ¿Qué variable utiliza como instrumento? b) ¿Qué agregado monetario utiliza como objetivo intermedio? c) ¿Qué efectos tiene sobre el objetivo intermedio la actuación de la autoridad monetaria sobre el instrumento elegido? La respuesta no es, ni mucho menos obvia, y requiere no sólo un cuidado análisis de todas las alternativas posibles, sino también una consideración continuada de la problemática del control monetario, puesto que, en un período de importantes cambios institucionales como el actual, las propiedades de los procesos que siguen las variables monetarias pueden experimentar profundas variaciones. Es preciso también realizar estudios exhaustivos del gran número de cuestiones relacionadas con la puesta en práctica de la política monetaria, y mantener un nivel de discusión que permita aclarar, difundir y evaluar las implicaciones de los resultados que se vayan obteniendo.

Este artículo aporta algunos resultados directamente relacionados con la problemática del control monetario, y así pretende contribuir a la discusión de estas cuestiones. El trabajo utiliza el modelo del multiplicador para concluir que:

1) La evidencia empírica que en este trabajo se muestra sugiere que si, como ocurre en nuestro país, se utilizan los activos de caja del sistema bancario como variable instrumento de la política monetaria, entonces utilizar un agregado monetario amplio, como M3 o ALP, o uno reducido como M1 como objetivo intermedio es indiferente desde el punto de vista de la controlabilidad del mismo. Tampoco existe evidencia que sugiera que los ALP son un objetivo más controlable que M3, ni la había a finales de 1983.

2) El análisis empírico que hemos realizado no aporta evidencia que sugiera que los activos de caja del sistema bancario sean una variable instrumental mejor que la base monetaria, en el sentido de permitir una mayor controlabilidad del agregado monetario elegido como objetivo intermedio. Por el contrario, se aporta evidencia empírica favorable a la utilización de la base monetaria como variable instrumental.

3) Existen importantes correlaciones entre las variables instrumentales y los multiplicadores correspondientes. Ello implica que una política activista que se siga sobre la variable instrumental induce efectos sobre el multiplicador. Como consecuencia, el agregado monetario que se utiliza como objetivo intermedio experimenta efectos de dos tipos: a) los producidos directamente por las intervenciones sobre la variable instrumental, y b) los producidos por las variaciones inducidas sobre el multiplicador.

El diseño de la política monetaria se fundamenta en el primer tipo de efectos. Sin embargo, ignorar los efectos del segundo tipo conduciría a desviaciones de los valores deseados del objetivo intermedio, que serían, en promedio, mayores que las que se seguirían de tener en cuenta las correlaciones entre variable instrumental y multiplicador.

Hay que resaltar, sin embargo, que el grado de controlabilidad y la facilidad con que ésta se consigue no son sino algunos de los posibles criterios a utilizar en la elección de variable instrumental y objetivo intermedio. Si el objetivo final de la política monetaria es el control de la inflación, entonces otro criterio fundamental será la precisión con que pueden determinarse las relaciones entre las variables monetarias y la tasa de inflación, así como la posibilidad de utilizar dichas relaciones para conseguir el control del nivel de precios. Esta cuestión no se ha examinado en este artículo, y su análisis en un contexto similar al de este trabajo arrojaría información adicional (coincidente o no) a la que aquí hemos presentado.

Otra matización importante se refiere al hecho de que, a lo largo del período muestral, se ha utilizado M3 y no M1 como objetivo intermedio (16).

Por consiguiente, la discusión acerca de los méritos relativos de M1 y M3 o ALP viene condicionada por este inevitable hecho. No es obvio cuál es la dirección del sesgo que se introduce de este modo: por una parte, podría pensarse que puesto que es M3 o ALP quien se ha utilizado como objetivo, entonces no es sorprendente que estas variables apareciesen como más controlables que M1. Por otro lado, también puede creerse que, al someter a control un agregado más amplio, se estabiliza el agregado más reducido. Ello podría deberse a que disminuyan los incentivos a transferir recursos de los activos sometidos a coeficiente legal a aquellos que están en el agregado más amplio y que no estaban sujetos a coeficiente de caja.

En definitiva, hay que pensar que los parámetros de los modelos que hemos estimado son función de los parámetros en las reglas de comportamiento que han seguido los diferentes agentes económicos en el período muestral. Si M1 hubiese sido el objetivo intermedio, entonces las reglas de decisión de los agentes (o al menos los valores de los parámetros en las mismas) habrían sido distintos, y nuestras estimaciones también. Por desgracia, no hay ningún modo de aminorar los efectos de este problema.

Es importante puntualizar que, en todo caso, esta observación afecta al resultado 1) anterior, pero no a los resultados 2) y 3), como se deduce siguiendo los razonamientos que a ellos nos condujeron.

Hemos trabajado en este artículo con datos mensuales. Sin embargo, los mecanismos institucionales hacen que haya importantes relaciones entre las variables instrumento y los objetivos intermedios decenalmente, lo que sugiere que algunas características dinámicas de interés de las relaciones entre estas variables puedan perderse con datos mensuales, por lo que un análisis similar al que aquí se ha hecho con datos decenales es otra cuestión interesante por analizar.

APENDICE

Consideremos el problema de optimización estocástica:

$$\min_{B_{t+1}} E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2$$
$$\text{sujeto a: } M_{t+1} = m_{t+1} + B_{t+1} \qquad [9]$$

donde la variable de decisión es B_{t+1}. Tanto B_{t+1} como M_{t+1} y m_{t+1} están en logaritmos. La función objetivo puede escribirse:

$$E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2 = E_t [(M_{t+1} - E_t M_{t+1}) + (E_t M_{t+1} - M^*_{t+1})]^2 = E_t (M_{t+1} - E_t M_{t+1})^2 + (E_t M_{t+1} - M^*_{t+1})^2 + 2 E_t [(M_{t+1} - E_t M_{t+1}) \cdot (E_t M_{t+1} - M^*_{t+1})] = \qquad [10]$$
$$= E_t (M_{t+1} - E_t M_{t+1})^2 + (E_t M_{t+1} - M^*_{t+1})^2$$

puesto que el tercer término es cero. Utilizando la restricción [9] del problema junto con la expresión [10], se tiene:

$$E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2 = E_t [(m_{t+1} - E_t m_{t+1}) + (B_{t+1} - E_t B_{t+1})]^2 + (E_t m_{t+1} + E_t B_{t+1} - M^*_{t+1})^2$$

Si la autoridad monetaria tiene un perfecto control de los valores de la variable instrumental B_t, entonces $E_t B_{t+1} = B_t$, y por tanto:

$$E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2 = E_t (m_{t+1} - E_t m_{t+1})^2 + (E_t m_{t+1} + B_{t+1} - M^*_{t+1})^2$$

que es claramente minimizado para un valor de B_{t+1}

$$B_{t+1} = M^*_{t+1} - E_t m_{t+1}$$

El valor minimizado de la función objetivo con esta elección del instrumento resulta ser:

$$E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^2 = E_t (m_{t+1} - E_t m_{t+1})^2 = \text{Var}_t\, m_{t+1}$$

donde $\text{Var}_t\, m_{t+1}$ denota la *varianza condicional* en el instante t del logaritmo del multiplicador en el período siguiente, o, lo que es lo mismo, la varianza del error de predicción del logaritmo del multiplicador un periodo hacia el futuro.

Supongamos ahora, alternativamente, que la autoridad monetaria tiene un control menos que perfecto de la variable instrumental B_t. Por ejemplo, supongamos que:

$$B_{t+1} = E_t B_{t+1} + \eta_{t+1}$$

donde $E_t B_{t+1}$ es el valor que la autoridad monetaria decide (o más bien, predice) para el logaritmo del instrumento el próximo período, y B_{t+1} denota el valor que realmente toma dicha variable. Supongamos además que la diferencia entre ambos, η_{t+1}, es impredecible en el momento de tomar la decisión, es decir:

$$E_t \eta_{t+1} = 0$$

En estas condiciones, la solución al problema de optimización anterior viene dada por la regla de decisión:

$$E_t B_{t+1} = M^*_{t+1} - E_t m_{t+1}$$

que es formalmente similar a la del caso anterior. En la práctica, conduciría a la misma elección de B_{t+1}. La diferencia estriba en que, en este segundo caso, la realización de B_{t+1} no coincidirá exactamente con el valor que se deseaba para esta variable. Sin embargo, ahora el valor de la función objetivo es:

$$E_t (M_{t+1} - M^*_{t+1})^* = E_t [(m_{t+1} - E_t m_{t+1}) + \eta_{t+1}]^2 = E_t (m_{t+1} - E_t m_{t+1})^2 + E_t \eta^2_{t+1} + 2 \cdot E_t [(m_{t+1} - E_t m_{t+1}) \cdot \eta_{t+1}] = \text{Var}_t\, m_{t+1} + \text{Var}_t\, B_{t+1} + 2 \cdot \text{Cov}_t (m_{t+1}, B_{t+1})$$

que puede ser, en general, mayor o menor que el valor de la función objetivo en el caso con perfecto control de B_t. Sin embargo, la intuición sugiere que este último caso debería generar desviaciones más importantes, y las evaluaciones que presentamos en el texto son consistentes con tal observación.

NOTAS

(*) El autor agradece los comentarios de C. Cuervo, A. Treadway, A. Vilariño y, especialmente, de J.A. Trujillo, quien colaboró en la exposición de las ideas que aquí se discuten. O. González y M. González ayudaron en la obtención de algunos de los resultados que se presentan.

(1) Véase el trabajo de ROJO y PEREZ (1977) para las razones que motivaron tal decisión.

(2) Así, a principios de 1984 se pasó a considerar los activos líquidos en manos del público (ALP) como objetivo. Los ALP incluyen en la actualidad a M3, así como también otros activos: pagarés del Tesoro en manos del público, empréstitos, cesiones temporales al sector privado y a otras instituciones financieras de pagarés del Tesoro y de otros activos, avales a pagarés de empresa y letras endosadas.

(3) En realidad, hay componentes de M3 que no forman parte de los pasivos computables, como son el efectivo en manos del público o los depósitos del sector privado en el Banco de España. Sin embargo, con el fin de mantener la simplicidad de notación, ignoramos este último componente de los pasivos computables. Esta aproximación no tiene ninguna implicación sobre los resultados numéricos ni sobre la discusión que se presentan en el artículo.

(4) Desde el punto de vista teórico, la definición del coeficiente e, que hemos introducido, no es inocua, ya que descansa sobre el supuesto de que, cuando las entidades bancarias maximizan sus beneficios, escogen mantener como excedentes una función lineal de sus pasivos computables.

Tal supuesto debe entenderse tan sólo como una aproximación, pues la determinación del nivel óptimo de excedentes es una cuestión de interés que merece un estudio detallado. Un comentario similar debe hacerse acerca de k y h.

(5) En el *Boletín Estadístico del Banco de España* se viene separando de la serie de depósitos a la vista otro componente de poca importancia (un 1 por 100 de los anteriores), que son los depósitos ordinarios y obligaciones de otras instituciones financieras. Sin embargo, consideramos en este trabajo a esta serie integrada junto con los depósitos a la vista.

(6) Como es sabido, a las instituciones incluidas en el Fondo de Garantía de Depósitos se les exime parcialmente de la obligación de cumplir con el coeficiente legal de caja. Esta situación excepcional fue regulada legalmente en mayo de 1985. Sin embargo, por no poseer información detallada acerca del volumen de depósitos implicado en estas exenciones, ignoraremos esta situación, que ha podido tener importancia en años anteriores.

(7) Esta regla de decisión coincide con la descripción que se hace en MAULEÓN, PEREZ y SANZ (1986) (págs. 4 y 5) acerca de la puesta en práctica de la política monetaria en nuestro país mediante predicciones del multiplicador monetario. Esta coincidencia nos permite pensar acerca de la autoridad monetaria en España «como si» resolviese el problema de optimización que hemos planteado en esta sección.

(8) Evidentemente, la medición empírica de un concepto como éste va a presentar algunas ambigüedades cuando se utilice en series no estacionarias. No vamos a tratar de la volatilidad de ninguna variable en este trabajo, y por tanto no entramos en la elaboración más rigurosa de este concepto.

(9) Un trabajo claramente exento de tal confusión es el de Maravall y Bentolilla (1986). Estos autores son conscientes de que el problema de predecibilidad de una serie depende de la varianza residual del modelo ARIMA estimado para dicha serie, y no guarda relación alguna con la varianza muestral de la serie. Sin embargo, los autores definen la volatilidad de una serie como su dificultad de predicción, identificando estas dos características, mientras que nosotros preferimos separar ambos conceptos, definiendo el concepto de volatilidad como hemos hecho en párrafos anteriores.

(10) Para convencerse de lo contrario, basta considerar una función sinusoidal de amplitud arbitrariamente grande.

(11) Es importante hacer notar que, al obtener los resultados del cuadro n.º 1, se han incorporado únicamente las intervenciones *comunes* a cada grupo de multiplicadores para hacer más homogéneas las comparaciones entre ellas. Es por ello por lo que las desviaciones típicas estimadas en alguno de los modelos podrían ser aún menores si se hubiese efectuado alguna intervención adicional.

(12) Parece existir una fuente adicional de confusión de términos en la literatura. A veces se afirma que existe un problema de controlabilidad de un determinado agregado monetario debido a que el multiplicador correspondiente sea «inestable», entendiendo por ello que dicho multiplicador varía en el tiempo. Como hemos dicho, tales fluctuaciones intertemporales sólo son realmente un problema cuando no pueden predecirse en base a la historia pasada, o cuando, pudiendo predecirse, la autoridad monetaria no les presta la atención debida.

(13) Un comentario detallado de los efectos de dichas medidas puede verse en NOVALES (1987).

(14) Bien entendido que por este procedimiento analizamos únicamente el efecto esperado y contemporáneo que sobre los multiplicadores tiene una variación en el efectivo. Esto es muy diferente de las correlaciones intertemporales entre las innovaciones (componentes puramente aleatorias) de ambas variables, que sería otra cuestión de gran interés a examinar. El argumento que aquí se utiliza no debe entenderse en ningún momento como una justificación rigurosa de la observación empírica a que nos referimos. Tal demostración debería basarse en un análisis multivariante de multiplicadores y efectivo, cuestión que dejamos para un estudio posterior.

(15) Y si el error de predicción de la base que comete el Banco de España es igual al que comete un observador que sólo tiene acceso a la información del *Boletín Estadístico del Banco de España*.

(16) O al menos una variable, ALP desde el primer trimestre de 1984, mucho más próxima a M3 que a M1.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BRUNNER, K., y H. MELTZER (1964), «Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money», *Journal of Finance*.

MARAVALL, A., y S. BENTOLILLA (1986), «Una medida de volatilidad en series temporales con una aplicación al control monetario en España», *Investigaciones Económicas*.

MAULEÓN, I.; J. PEREZ, y B. SANZ (1986), «Los activos de caja y la oferta de dinero», *Estudios Económicos*, n.º 40, Servicio de Estudios, Banco de España.

NOVALES, A. (1987), «Un análisis de los multiplicadores monetarios en España», *Documento de Trabajo*, n.º 87-01, FEDEA.

ROJO, L.A., y J. PEREZ (1977), «La política monetaria en España: objetivos e instrumentos», *Estudios Económicos*, Serie A, n.º 10, Servicios de Estudios, Banco de España.

DETERMINANTES Y PERSPECTIVAS DE LOS TIPOS DE INTERES

En este artículo, **Ignacio Mauleón** analiza las perspectivas de los tipos de interés a partir del análisis de sus factores determinantes. Estos factores se derivan en el marco de un modelo teórico que se discute en detalle. En particular, se consideran los dos enfoques teóricos fundamentales, es decir, el enfoque del mercado de dinero y el del mercado de crédito. El artículo discute las diferentes implicaciones de uno y otro enfoque, para concluir que, en el caso español, las similitudes son mayores que las diferencias. La segunda parte se centra en la presentación de los resultados empíricos obtenidos por medio de la estimación econométrica de este modelo. Se analizan varios tipos de interés y los diferentes impactos que los factores determinantes tienen en ellos. El artículo concluye con una evaluación de las perspectivas a corto y medio plazo de los tipos de interés, a partir del análisis de la previsible evolución de sus factores determinantes.

I. INTRODUCCION (*)

EL tipo de interés representativo de una economía es una variable fundamental, cuya importancia se deriva de consideraciones macro y microeconómicas. Desde un punto de vista macro, se puede afirmar que el tipo de interés es el principal nexo de unión entre el sector real y el financiero de la economía. Esta influencia se manifiesta en el caso español principalmente a través del efecto sobre la inversión en construcción y el consumo de bienes duraderos (la inversión en bienes de equipo depende en mayor medida del volumen de recursos propios y de expectativas de demanda —Mauleón, 1985 a). Además, el tipo de interés puede influir también con rapidez sobre el tipo de cambio (atrayendo o desanimando movimientos de capital a corto plazo) y, en consecuencia, sobre la competitividad de las exportaciones. Finalmente, puede también influir perceptiblemente en la tasa de inflación a través del coste de los créditos hipotecarios, cuando éstos son una parte importante del índice del coste de la vida (por ejemplo, en Inglaterra).

Desde un punto de vista microeconómico, los agentes necesitan previsiones sobre la evolución temporal de los diferentes tipos de interés para optimizar sus tomas de posiciones acreedoras o deudoras, en los diferentes instrumentos y plazos y en el momento adecuado.

Si está ya fuera de discusión la relevancia de los tipos de interés, el siguiente problema es cómo controlarlos o predecirlos; en otras palabras, explicar qué modelo de determinación siguen y qué variables les afectan. El resto de este artículo está dedicado a presentar un modelo teórico de determinación de los tipos y su contrapartida empírica, obtenida por medio de detalladas estimaciones econométricas. Antes es importante discutir la posibilidad de encontrar tal modelo explicativo, ya que, según la versión extrema de la hipótesis de eficiencia de los mercados financieros, la mejor predicción del tipo de interés futuro es el actual. Es decir, no es posible predecir si el tipo de interés va a aumentar o disminuir, ni qué variables le van a afectar en un sentido u otro (el tipo de interés seguiría un paseo aleatorio en términos estadísticos). El argumento que se aduce es que de otro modo sería posible obtener ganancias (de capital), con lo que nuevos agentes entrarían en el mercado correspondiente hasta anularlas. Pero en un entorno rápidamente cambiante, como es actualmente el financiero, la distribución de la información es marcadamente asimétrica, por lo que el argumento anterior pierde gran parte de su fuerza. Además, siempre debe ser posible obtener, en promedio y como mínimo, la tasa de rendimiento global de la economía.

El siguiente apartado discute dos modelos teóricos de determinación del tipo de interés, el modelo del mercado de dinero y el del mercado de crédito. Ambos enfoques conducen finalmente a un modelo explicativo, que es similar bajo determinados supuestos, pero que también puede presentar divergencias importantes en el signo de determinadas variables. El apartado III presenta los efectos de diferentes variables macroeconómicas

en varios tipos de interés relevantes, tal como se han obtenido en las estimaciones. La mayor parte de los detalles econométricos han sido omitidos para aligerar la lectura, aunque un apéndice recoge los puntos más importantes.

II. DETERMINANTES TEORICOS DE LOS TIPOS DE INTERES

Existen dos modelos básicos a partir de los cuales se puede obtener una ecuación explicativa para los tipos de interés. Estos dos enfoques son el del mercado de dinero y el del mercado de crédito, y conducen a especificaciones similares para el tipo de interés en algunos aspectos, aunque pueden presentar diferencias importantes en otros. Vamos a considerar, en primer lugar, el enfoque del mercado de dinero, para discutir el del mercado de crédito a continuación. Esta sección se cierra con un comentario sobre los tipos de interés relevantes para la economía española que se analizan econométricamente en este estudio.

1. El enfoque del mercado de dinero

En este enfoque se considera el mercado de dinero en el que la oferta está dada exógenamente por las autoridades (M^s), y la demanda de saldos reales es una función positiva de la renta (y) y negativa del tipo de interés (i) (especificación de Goldfeld). Tenemos entonces el mercado en equilibrio descrito por,

$$\begin{aligned} M^s &= M \\ (M/P)^d &= \alpha_1 y - \alpha_2 i \\ M^s &= M^d \end{aligned} \qquad [1]$$

a partir de lo cual podemos despejar una ecuación para el tipo de interés en la forma,

$$i = -a_1 M/P + a_2 y \qquad [2]$$

donde

$$a_1 = 1/\alpha_2,\ a_2 = \alpha_1/\alpha_2$$

El tipo de interés en esta ecuación es el de un activo a corto plazo, como sustituto más próximo al dinero. Para obtener una ecuación para el tipo a largo plazo, se parte de la relación de estructura temporal de los tipos, según la cual, en equilibrio, los tipos a largo sólo se diferencian de los tipos a corto por la prima de riesgo asociada a la mayor variabilidad de las ganancias o pérdidas de capital inducidas por variaciones de los tipos de interés, en los títulos a largo plazo. Es decir, aunque en principio cada tipo de interés se determina en su mercado correspondiente, se utiliza la simplificación de que la relación de equilibrio es una buena aproximación. La relación que se postula entre los tipos a corto (i_c) y los tipos a largo (i_L) es entonces,

$$i_{Lt} = d_o + d_1 i_{ct} + d_2 i_{L,t-1} \qquad [3]$$

donde

$$-1 < (d_2) < 1,\ y\ d_1/(1-d_2) < 1,$$

de modo que, en equilibrio

$$i_L = i_c + K,$$

siendo

$$K = d_o/(1-d_2),$$

la prima de riesgo.

En este esquema simplificado se eliminan algunas variables cuya relevancia ha sido discutida en la literatura en un momento u otro. En primer lugar, a partir de un análisis teórico de distribución óptima de la riqueza en una economía en la que existen otros activos financieros además del dinero, es sencillo comprobar que la variable riqueza (w) debe aparecer como determinante de la demanda de dinero. Este problema se ha resuelto tradicionalmente del siguiente modo: primero, la riqueza se define como el valor actualizado de todas las rentas esperadas futuras. Como estas rentas esperadas no son observables, en segundo lugar se supone que son funciones de las rentas pasadas, y así finalmente se escribe, $w = y/i$. De este modo, el efecto riqueza desaparece, y es absorbido en el efecto renta (positivo) y el efecto tipo de interés (negativo). Pero un componente fundamental de la riqueza financiera de empresas y familias es la deuda del Estado (pagarés del Tesoro fundamentalmente en nuestro caso) y, en períodos de déficit públicos permanentes y no compensados, difícilmente puede admitirse que el volumen de nuevas emisiones de deuda sea una función estable y predecible de la renta pasada. Un déficit presupuestario tiende entonces a incrementar el valor real de la riqueza total neta del sector privado (véase, por ejemplo, Rojo 1978, páginas 128-146, especialmente la pág. 133). En definitiva, parece más adecuado en el momento actual incluir explícitamente la variable riqueza en la determinación de la demanda de dinero (1).

Otras variables potencialmente importantes son los tipos de interés mundiales, la tasa esperada de inflación $\dot{p}^e$ y alguna medida de liquidez empre-

sarial. Un tipo de interés mundial representativo puede afectar positivamente a la demanda de saldos en moneda doméstica si los movimientos de capitales están liberalizados (de hecho, se suele tener en cuenta, además, la tasa esperada de devaluación de la moneda doméstica, de modo que la variable relevante es $i_w + (\Delta e/e_{-1})$, siendo i_w el tipo mundial y 'e' el precio de una moneda o cesta de monedas exteriores en unidades domésticas). El signo positivo se entiende si consideramos las monedas doméstica y exterior como bienes sustitutos en la producción de servicios monetarios. Alternativamente, podemos considerar la moneda doméstica como el activo sin riesgo y con interés cero en un modelo de optimización de la cartera de activos, en cuyo caso el signo del tipo de interés mundial es negativo. Es posible, incluso, diseñar modelos en los que el signo de 'i_w' es positivo y el de $\Delta e/e_{-1}$, negativo (Márquez, 1986). El signo de estas variables en la demanda de dinero, y consiguientemente en el tipo de interés, es entonces discutible. En el enfoque de la demanda de crédito, por contraste, se verá más adelante que el signo está inequívocamente determinado, y es positivo sobre la demanda de crédito, y positivo también, en consecuencia, sobre el tipo de interés doméstico.

La tasa esperada de inflación puede ser otra variable explicativa de la demanda de dinero, en la medida en que representa un coste de oportunidad por mantener saldos monetarios, adicional al tipo de interés nominal. Su signo sobre la demanda de dinero es, entonces, inequívocamente negativo, y por lo tanto también sobre el tipo de interés nominal. Este signo es contradictorio con el efecto positivo que normalmente se supone que tiene la inflación esperada sobre el tipo de interés (efecto Fisher). También aquí el enfoque de la demanda de crédito conduce a un resultado diferente, ya que el signo obtenido en este último caso es positivo.

Finalmente, en la medida en que la demanda agregada de dinero está compuesta por la demanda de familias y empresas, factores específicos que afectan a una u otra pueden afectar a la demanda total. Si tenemos en cuenta, por ejemplo, que las empresas demandan dinero por motivos de transacción ligados al pago de salarios, es razonable pensar que la masa salarial deflactada (W.N/P) afectará positivamente a la demanda de saldos reales de dinero.

Teniendo en cuenta estos factores adicionales, la demanda de dinero puede escribirse ahora como sigue,

$$(M/P)^d = \alpha_1 y - \alpha_2 i + \alpha_3 w \pm \alpha_4 i_w \pm \alpha_5 \Delta e/e_{-1} - \\ - \alpha_6 \dot{p}^e + \alpha_7 (WN/P) \qquad [4]$$

y, en consecuencia, la ecuación que se obtiene despejando el tipo de interés doméstico es,

$$i = -a_1 M/P + a_2 y + a_3 w \pm a_4 i_w \pm a_5 \Delta e/e_{-1} - a_6 \dot{p}^e + \\ + a_7 (WN/P) \qquad [5]$$

2. El enfoque del mercado de crédito

Un esquema alternativo de determinación del tipo de interés se obtiene a partir del análisis del mercado de crédito. En líneas generales, se puede decir que, dentro de este esquema, el tipo de interés se determina por la oferta y demanda de crédito (pública y privada). El modelo es, en algunos aspectos, una imagen refleja bastante fiel del modelo de oferta y demanda de dinero. Sin embargo, hay diferencias que pueden conducir, bajo determinados supuestos, a que algunas variables tengan signos opuestos en uno y otro caso.

Una primera versión simplificada del modelo en equilibrio es la siguiente:

$$(CPr/P)^d = \beta_1 y - \beta_2 i \\ CPr^d + CP^d = CT^d \qquad [6] \\ CT^d = CT^s$$

es decir, la demanda de crédito del sector privado (CPr^d) depende positivamente de la renta y negativamente del tipo de interés. La suma de la demanda de crédito interno del sector privado, CPr^d, y del sector público, CP^d, es la demanda total de crédito, CT^d, que, en equilibrio, es igual a la oferta de crédito interno, CT^s (el crédito interno al sector público es la acumulación de todos los déficit pasados, y el crédito interno total es igual a las disponibilidades líquidas menos las reservas de divisas).

En una primera aproximación, podemos escribir entonces, a partir de las dos ecuaciones de [6], la ecuación para el tipo de interés del siguiente modo,

$$i = b_1 y - b_2 (CT/P) + b_3 (CP/P) \qquad [7]$$

donde aparecen explícitamente los pagarés del Tesoro como un componente fundamental del crédito al sector público. De forma similar al caso de la demanda de dinero, podemos escribir una demanda de crédito ampliada que dependa de más variables, como sigue,

$$(CPr/P)^d = \beta_1 y - \beta_2 i + \beta_3 (i_w + \Delta e/e_{-1}) + \beta_4 \dot{p}^e - \beta_5 \pi \qquad [8]$$

donde todas las variables han sido definidas anteriormente, excepto π, que es una medida del excedente empresarial que puede definirse, por ejemplo, como el inverso de la proporción de las rentas salariales sobre la total de la economía, es decir (PY/WN). En esta ecuación, el encarecimiento del coste del crédito exterior incrementa la demanda de crédito doméstico y, por tanto, afecta positivamente de modo inequívoco al tipo de interés interior, a diferencia del caso del mercado de dinero. Como el conjunto del pasivo del sector empresas y familias financia las compras del activo, un aumento en la tasa esperada de inflación puede conducir a un adelanto de las compras proyectadas para el futuro y, por este motivo, a un aumento de la demanda de crédito. En consecuencia, el efecto de la tasa esperada de inflación sobre el tipo de interés es positivo, contrariamente al caso del mercado de dinero. Finalmente, un incremento de los excedentes empresariales π puede conducir a un incremento de la autofinanciación (por ejemplo, vía amortización de créditos), ya que esta vía suele ser menos costosa y permite una mayor independencia.

Con esta demanda de crédito ampliada, la solución para el tipo de interés es ahora,

$$i = b_1 y - b_2 (CT/P) + b_3 (CP/P) + b_4 (i_w + \Delta e/e_{-1}) + b_5 \dot{p}^e - b_6 \pi \quad [9]$$

que es efectivamente similar en algunos aspectos a la ecuación [5], obtenida a partir del mercado de dinero, pero que también mantiene diferencias sustanciales respecto a definición de variables y signos. En primer lugar, hemos visto que el acento fundamental, al analizar la variable riqueza, recae en el papel del crédito al sector público. Podemos entonces considerar explícitamente sólo este componente y suponer que los demás son absorbidos por los efectos de renta y tipos de interés, y por la constante de la ecuación.

El crédito interno total se diferencia de las disponibilidades líquidas únicamente por las reservas de divisas, que es un componente proporcionalmente poco significativo, así que podemos sustituir, aproximadamente, la variable CT por M3 o por ALP (de hecho, en las estimaciones, la elección es irrelevante). Respecto a la variable π, se puede realizar la siguiente transformación: como la variable está medida en logaritmos (2), podemos añadir y sustraer en la ecuación [5] la cantidad $a_7 \log(y)$ con lo cual el coeficiente de log(y) pasa a ser $(a_2 + a_7)$ que sigue siendo positivo, y la última variable se convierte en $a_7 \log (WN/(PY))$, es decir $-\log\pi$. Obtenemos de este modo el mismo signo que en [9].

Las diferencias en el signo del efecto de ciertas variables se reducen a la ambigüedad en el signo de 'i_w' y $\Delta e/e_{-1}$ en la ecuación derivada del mercado de dinero [5], y al signo contrario de la tasa esperada de inflación en ambas especificaciones, aunque en la práctica no son importantes, ya que ni 'i_w' ni '$\dot{p}^e$' son significativas en ningún caso, y la importancia de $\Delta e/e_{-1}$ es secundaria, y solamente perceptible en los últimos años.

Resumiendo, las similitudes entre ambos enfoques son importantes y las diferencias son menores desde el punto de vista empírico, como se verá en el siguiente apartado. Así, puede concluirse que ambos conducen a un modelo bastante similar a todos los efectos prácticos. En todo caso, desde un punto de vista teórico, el enfoque del mercado de crédito es bastante más atractivo. Esto es así porque en el modelo del mercado de dinero el signo de algunas variables en la ecuación final para el tipo de interés es ambiguo, y puede ser incluso inaceptable (caso de $\dot{p}^e$). Además, es más natural considerar que el tipo de interés relevante para la economía se determina en el mercado de crédito, en lugar de en un mercado de dinero en el que ni tan siquiera puede determinarse con precisión si el coste de oportunidad de mantener saldos ociosos es el tipo a corto o a largo plazo.

La ecuación final a considerar, que engloba todos los determinantes posibles del tipo de interés, es entonces,

$$i = b_1 y - b_2 (M/P) + b_3 (CP/P) + b_4 i_w + b_5 (\Delta e/e_{-1}) + b_6 \dot{p}^e - b_7 \pi \quad [10]$$

Esta expresión reconcilia, en la medida de lo posible, ambos enfoques. En los aspectos dudosos adopta el enfoque del mercado de crédito, por ser más coherente y natural, como se ha indicado. De todas formas, los aspectos más conflictivos entre ambos enfoques tienen poca relevancia práctica en el caso español.

3. Tipos de interés relevantes

Respecto a la modelización de los diferentes tipos de interés, la práctica usual suele limitarse a relacionar, por medio de una ecuación sencilla, el tipo a largo plazo como función del tipo a corto (ver ecuación [3]).

Aunque teóricamente es cierto que en una situación de equilibrio a largo plazo la única diferencia entre tipos a corto y largo plazo es la prima de riesgo (presumiblemente constante) no parece que ese equilibrio sea, de hecho, una buena descripción del comportamiento diario de los diferentes mercados.

En la práctica, los mercados donde se forman los diferentes tipos de interés están relativamente segmentados, y las peculiaridades institucionales les afectan de modo muy diverso. Todo ello hace aconsejable estudiar ecuaciones independientes, del tipo dado en [10], para cada tipo de interés cuyos determinantes se desee analizar.

En este trabajo se han seleccionado para su estudio tres tipos de interés, de acuerdo a dos criterios: representatividad y disponibilidad de series estadísticas suficientemente largas. Los tipos seleccionados han sido el interbancario de depósitos y de dobles a un mes, el tipo de la deuda pública y el tipo de las obligaciones industriales, ambos en el mercado secundario. El tipo interbancario a un mes se ha seleccionado como el más representativo a corto plazo del mercado de dinero. El volumen de negociación de deuda pública en el mercado secundario es lo suficientemente amplio como para que el análisis de este tipo sea importante en sí mismo, aparte del interés intrínseco que tiene para la política de manejo de la deuda. Finalmente, el tipo de las obligaciones industriales ha sido seleccionado, a pesar de que este mercado haya perdido importancia, por ser el único tipo de interés libre a largo plazo para el que se dispone de una serie larga.

Las estimaciones econométricas realizadas están basadas en todos los casos en el modelo [10] derivado anteriormente y se han ceñido al período comprendido entre 1973.I-1985.IV. Este período ha sido seleccionado por coincidir con el cambio radical que introdujo la primera crisis del petróleo, y ser, por tanto, un período no homogéneo con la década de los sesenta. Además, coincide aproximadamente con la flotación de los tipos de cambio, inevitable para absorber los enormes desajustes que aparecieron en las balanzas de pagos, y la subsiguiente endogeneización de la oferta monetaria. Esto permitió seleccionar precisamente como variable de control la oferta de dinero para reducir la inflación desencadenada por los precios de la energía, pero obligó consecuentemente a liberalizar los tipos de interés (aunque de modo parcial y a través de un largo proceso gradual).

A continuación se discute la importancia relativa de los diversos determinantes de los tipos de interés en los tres diferentes casos mencionados antes, a partir de los resultados de las estimaciones empíricas.

III. DETERMINANTES EMPIRICOS DE LOS TIPOS DE INTERES

1. El efecto del déficit público

Este efecto está medido por la variable CP/P, es decir, el crédito interno total concedido al sector público por las instituciones financieras en términos reales. Todas las estimaciones llevadas a cabo confirman la significatividad de esta variable y su importancia para explicar la evolución de los tipos de interés, especialmente en el período alcista (1974-1983).

Para el tipo de la deuda, la elasticidad de respuesta estimada en equilibrio a largo plazo tiene un valor medio de 0,9 y es bastante estable para diferentes períodos muestrales. Visto de otro modo, un incremento del crédito al sector público en términos reales del 10 por 100 conlleva un incremento de 1,3 puntos porcentuales en el tipo de la deuda (similarmente, para este caso y para todos los demás comentados a continuación, un incremento de 'n' veces un 10 por 100 en el crédito real al sector público provoca una subida de 'n' veces 1,3 puntos del tipo de la deuda).

En el caso del tipo interbancario, la elasticidad es algo menor, tomando un valor de equilibrio aproximado de 0,6. Este valor implica que un incremento del 10 por 100 en el crédito al sector público provoca una subida de 0,8 puntos porcentuales, aproximadamente, en el tipo interbancario a un mes.

Finalmente, en el caso de las obligaciones privadas, la elasticidad de equilibrio vuelve a aumentar y es similar a la del tipo de la deuda, es decir, 0,9 (en el período 1974-1983 es algo menor) y, como antes, un incremento del 10 por 100 en el crédito al sector público provoca un incremento de 1,3 puntos porcentuales en el tipo de las obligaciones.

Resumiendo, se puede afirmar que el efecto del déficit se aprecia con claridad en todos los mercados, y es bastante estable a lo largo del tiempo. La evidencia empírica parece avalar así inequívocamente la hipótesis de que el déficit públi-

co presiona significativamente al alza los tipos de interés, y es, por este motivo, un problema pendiente de resolución en la economía española. El reciente descenso de los tipos de interés es también perfectamente compatible con la presión alcista del déficit, y sus causas hay que buscarlas en otros factores que se discuten más adelante.

2. Los efectos de renta y de saldos reales

En principio, a partir de la ecuación [10], el efecto de la renta debe ser positivo, mientras que los saldos reales deben influir negativamente en los tipos de interés. En las estimaciones, se comprobó que los coeficientes de ambos efectos eran similares en valor absoluto y, como las variables están medidas en logaritmos, la ecuación puede reescribirse del siguiente modo:

$$i = b_1 \log y - b_2 (M/P) + z \qquad [11]$$

donde, por comodidad notacional, 'z' engloba el resto de las variables que aparecen en [10]. Como $b_1 \simeq b_2$, podemos escribir,

$$i = b_1 \log V + z \qquad [12]$$

siendo $V = (YP/M)$, es decir, la velocidad de circulación del dinero (incidentalmente, esta forma de escribir la ecuación muestra con claridad la relación positiva entre el tipo de interés y la velocidad de circulación, y la dependencia de esta última respecto a otras variables, como son el déficit público y los excedentes empresariales; es equivocado, en consecuencia, el supuesto común de que la velocidad de circulación es una constante).

Para el tipo de la deuda, la elasticidad estimada en equilibrio a largo plazo respecto a la velocidad de circulación aumenta desde 3,1 en el período 1974-1983 hasta 3,8 en el período 1974-1985. Visto de otro modo, un incremento de un 1 por 100 en la velocidad de circulación se traduce en un aumento de 0,55 puntos porcentuales en el tipo de interés de la deuda pública (estimación del período 1974-85).

En el caso del tipo interbancario, la elasticidad es francamente menor, y a largo plazo toma valores que oscilan entre 1,2 y 1,6 en los dos períodos mencionados anteriormente. Por tanto, también aumenta la sensibilidad del tipo interbancario en los últimos años. Los incrementos correspondientes del tipo de interés son de 0,2 y 0,25 puntos porcentuales en los dos períodos considerados, ante aumentos de un 1 por 100 en la velocidad de circulación del dinero.

En el caso del tipo de las obligaciones, la elasticidad vuelve a subir, tomando el valor 2,9 en el período (1974-83) y aproximadamente 4,0 en el segundo período (1974-85). Estas elasticidades implican un incremento de 0,4 y 0,6 puntos porcentuales en el tipo de las obligaciones, respectivamente, ante incrementos de un 1 por 100 en la velocidad de circulación.

El incremento de esta elasticidad en el tiempo implica también que son precisos mayores incrementos del tipo de interés para que la velocidad de circulación aumente o, en otras palabras, que esta variable se va haciendo más insensible a los tipos de interés. Este fenómeno puede explicarse por el hecho de que el concepto de dinero se ha ido ampliando para incluir activos financieros líquidos, pero con rentabilidades elevadas (ALP en la actualidad), y así el coste de oportunidad de mantener dinero cada vez se puede identificar menos con el tipo de interés. También puede ser interesante hacer notar que la ecuación [12] se puede escribir como sigue:

$$\text{Log } (M/P) = \text{Log } y - (1/b_1)i + (1/b_1)\, z \qquad [13]$$

es decir, una demanda de dinero con elasticidad renta unitaria (3).

Un fenómeno paradójico, que se ha detectado en otros países, es la existencia de una relación positiva entre el incremento de la cantidad de dinero y el tipo de interés. La explicación del fenómeno reside en la formación de expectativas cuando la autoridad monetaria sigue una regla para la determinación de la oferta de dinero. Si ésta crece por encima del objetivo, los agentes esperan restricciones monetarias y alzas de los tipos de interés en consecuencia. Entonces venden títulos, haciendo disminuir su precio, lo que empuja al tipo de interés al alza. Así, aparece una relación positiva, aparentemente paradójica, entre cantidad de dinero y tipo de interés. Pero basta con distinguir los efectos a corto y largo plazo para explicar el fenómeno. En promedio, la cantidad de dinero sigue teniendo un efecto negativo sobre el tipo de interés, pero las desviaciones positivas de ese promedio pueden incrementar el tipo de interés a través del mecanismo descrito. En una ecuación podemos escribir,

$$i = -a M^* + b (M - M^*) \qquad [14]$$

siendo M^* el promedio de M, y así, a largo pla-

zo, el único efecto que perdura es el negativo. Lo que sí existe de todas formas es una relación positiva desfasada en el tiempo, pero perfectamente explicable: un incremento de la cantidad de dinero en t por encima del objetivo provoca una restricción monetaria por parte de la autoridad en t + 1, y así, al equilibrarse con la demanda, lleva al tipo de interés al alza. Este último mecanismo actúa en España claramente (por ejemplo, baste con recordar la subida del tipo de los préstamos de regulación monetaria en los primeros meses de 1987). El efecto mencionado anteriormente, sin embargo, no parece ser todavía apreciable (por ejemplo, en enero de 1987 los precios de casi todos los títulos en el mercado secundario subieron), aunque es previsible que en el futuro lo sea en la medida en que las autoridades sigan manteniendo un objetivo de cantidad conocido, y los agentes económicos «aprendan» (ya en marzo de 1987, los precios en los mercados secundarios bajaron).

3. El efecto de los excedentes empresariales

Como anteriormente se ha señalado, la demanda total de crédito del sector privado está compuesta por la demanda de familias y empresas. Un posible determinante de la demanda de crédito por parte de las empresas es el nivel de beneficio. Esto es así porque, en principio, los recursos propios pueden ser una fuente preferida de financiación, debido a su menor coste y a que eliminan injerencias externas (el menor coste de los recursos propios se debe a que el coste del crédito bancario suele ser mucho mayor que el posible rendimiento que una empresa obtendría en colocaciones alternativas a la autofinanciación). Desde el punto de vista empírico, la elección de una variable representativa de los excedentes ha de ser aproximada, pues no existen datos trimestrales disponibles para esta variable. La elección realizada en este trabajo ha sido tomar el inverso de la proporción de renta salarial sobre la renta nacional, es decir (PY)/(WN) (4).

En el caso español, es un lugar común la hipótesis de que ha sido precisamente el incremento de los excedentes empresariales, a partir de 1983, el factor clave que explica la caída de la demanda privada de crédito, y así, de los tipos de interés. Los resultados de las estimaciones realizadas en el marco de este trabajo confirman efectivamente esta hipótesis.

En el caso del tipo de la deuda, la elasticidad a largo plazo con respecto a los excedentes empresariales es −0,62, lo que implica que una caída de un 10 por 100 en la participación de las rentas salariales en la renta nacional lleva consigo una caída de 0,88 puntos porcentuales en el tipo de la deuda. Por otra parte, este efecto sólo se manifiesta con nitidez en el segundo período (estimación 1973-1985).

El tipo interbancario parece ser mucho más sensible a este efecto en todos los períodos (antes y después de 1983). La elasticidad de equilibrio oscila alrededor de 1,2, y supone un incremento (o descenso) de aproximadamente 2 puntos porcentuales ante incrementos (o descensos) de un 10 por 100 en la participación de las rentas salariales en la renta total.

Finalmente, el tipo de las obligaciones industriales sólo es sensible a este efecto en la segunda parte del período (a partir de 1983), pero con notable intensidad, alcanzando la elasticidad estimada al valor de −2,7, que implica una caída de 4,2 puntos porcentuales en el tipo de la deuda ante incrementos de un 10 por 100 en la participación de la renta empresarial en la renta nacional.

En conjunto, los resultados empíricos avalan sólidamente la hipótesis de que el aumento de los excedentes empresariales ha sido un factor importante para explicar el descenso de los tipos de interés a partir de 1983. Este efecto se estima con mayor claridad en la muestra 1974-1985, como era de esperar, y es bastante diferente según los diferentes mercados. Es explicable también que sean precisamente el tipo interbancario y el de las obligaciones industriales los más afectados por este factor. El tipo interbancario es un indicador de las tensiones del mercado de crédito, en la medida en que para una institución bancaria una alternativa próxima a la inversión crediticia es precisamente el mercado interbancario (de hecho, el diferencial entre el tipo interbancario y el tipo de los créditos libres de uno a tres años concedidos por la banca privada es utilizado por el Banco de España como un indicador de tensión y racionamiento en el mercado de crédito). Respecto al tipo de interés de las obligaciones, es el más representativo del mercado de crédito libre, en la medida en que no está tan afectado por el racionamiento usual en el mercado de crédito (ver Mauleón, 1984). Por este motivo, es natural que sea precisamente este tipo de interés el más sensible a incrementos en los excedentes empresariales, que provocan la sustitución de financiación externa por autofinanciación.

4. El efecto de la tasa esperada de inflación

Según este efecto, conocido también como efecto Fisher, el tipo de interés nominal debe incorporar todos los cambios en la tasa esperada de inflación, de modo que el tipo de interés real permanezca constante. A pesar de la creencia generalizada sobre la presencia de este efecto en la economía española, no se ha encontrado, ni en este ni en ningún otro estudio empírico, un soporte claro para esta hipótesis.

Una explicación posible para la ausencia de este efecto puede residir en la ambivalencia de la política monetaria seguida por las autoridades en algunos momentos. En la medida en que períodos de restricciones monetarias consiguen reducir la inflación, pero también crean tensiones crediticias, la autoridad monetaria ha reaccionado en ocasiones, en el período siguiente, relajando dichas restricciones. Esto ha podido crear una desconfianza en los agentes económicos respecto a los logros antiinflacionarios, y así ha podido impedir que dichos logros se incorporen a las expectativas, reduciendo los tipos de interés nominales consiguientemente (ver Mauleón y Pérez, 1985).

Por este o por otros motivos, lo cierto es que empíricamente esta hipótesis sólo encuentra un sustento fragmentario y débil. Sin embargo, es evidente también que un descenso de la tasa de inflación *(ceteris paribus)* trae consigo un descenso de los tipos nominales de interés. Por una parte, si la tasa de inflación desciende, los saldos reales de dinero aumentan, lo que trae consigo un descenso inmediato de los tipos de interés (intentar reducciones de los tipos nominales aumentando el volumen de dinero no es viable a medio plazo, sin embargo, dada la rápida y positiva respuesta de la inflación al dinero en circulación). Además, debido a la mayor apertura del mercado exterior de capitales, la economía se acerca a una situación que, en el límite, implica la determinación de los tipos domésticos por los mundiales, es decir,

$$i = i_w + \Delta e/e_{-1} \qquad [15]$$

siendo i_w un tipo mundial representativo.

Si tenemos en cuenta, por otra parte, que a medio plazo la hipótesis de la paridad del poder de compra para la determinación del tipo de cambio se cumple aproximadamente (aunque sólo sea en su forma débil), tenemos que

$$\Delta e = \dot{p} - \dot{p}_w \qquad [16]$$

donde $\dot{p}_w$ es una tasa de inflación mundial representativa. Combinando las ecuaciones [15] y [16] obtenemos

$$i = (i_w - \dot{p}_w) + \dot{p} \qquad [17]$$

es decir, que los tipos reales domésticos tienden a igualarse con los mundiales (de hecho, hoy día los españoles son ya similares a los mundiales). Si los parámetros exteriores están dados, es evidente entonces que una caída de la tasa de inflación doméstica ha de traducirse, a medio o largo plazo, en un descenso del tipo nominal de interés.

Una última vía de influencia, que puede ser importante en el futuro, en la medida en que los agentes económicos «aprendan» y la autoridad siga manteniendo una política de cantidades, es a través de las expectativas. Es decir, si la tasa de inflación supera el objetivo de la autoridad, la reacción esperable es un endurecimiento de la oferta monetaria, lo que a corto plazo se puede traducir en un alza de los tipos de interés. Los agentes económicos pueden adelantar este efecto, al anticipar el alza de los tipos y vender títulos, lo que aumenta su oferta y hace bajar su precio, llevando efectivamente al alza los tipos de interés. Aunque no es del todo claro que este mecanismo esté actuando ya en el caso español, puede ser importante en el futuro.

5. El efecto de los tipos de interés exteriores

Una alternativa al crédito doméstico es el crédito en divisas, y su precio debe incorporar adicionalmente la posible pérdida (o ganancia) de capital derivada de las fluctuaciones del tipo de cambio. El precio del crédito exterior es entonces $i_w + \Delta e/e_{-1}$, y la ecuación del tipo de interés se puede escribir ahora como

$$i = \delta(i_w + \Delta e/e_{-1}) + (1-\delta)z, \; 0<\delta<1, \qquad [18]$$

siendo 'z' el resto de los efectos. En la medida en que el mercado de crédito está más abierto al exterior, ambos tenderán a unificarse de modo que 'δ' tomará un valor igual a la unidad, y los tipos de interés domésticos se determinarán sencillamente por la igualdad $i = i_w + \Delta e/e_{-1}$ (éste es el caso de algunos países del sureste asiático con respecto a los tipos de interés estadounidenses). El caso español es intermedio, por lo que se puede esperar un valor de 'δ' entre cero y uno, e incluso coeficientes diferentes para 'i_w' y $\Delta e/e_{-1}$.

De hecho, los resultados empíricos muestran sensibilidad únicamente respecto al tipo de cambio, y no respecto a los tipos nominales exteriores (medidos por el tipo sobre los depósitos de eurodólares en Londres, y por una media ponderada por la proporción de deuda exterior con cada país). Esta sensibilidad, además, sólo se detecta cuando se consideran los últimos años y se incluyen en la muestra. El resultado es lógico, ya que coincide con el principio de apertura exterior del mercado de capitales.

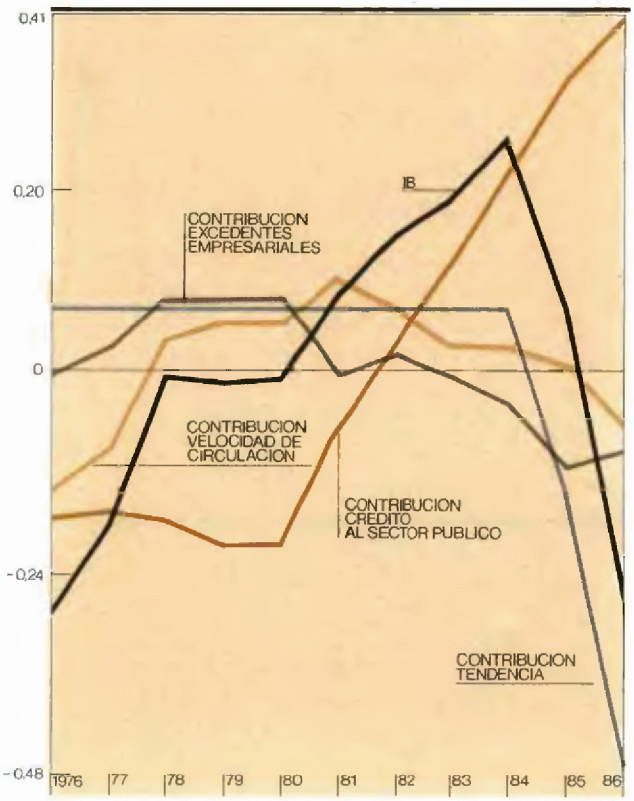
El único tipo de interés que muestra sensibilidad a estos factores, y concretamente a la tasa de variación del tipo de cambio, es el tipo de las obligaciones industriales, con una elasticidad en equilibrio a largo plazo de 1,8. Esta elasticidad implica un incremento de aproximadamente 0,3 puntos porcentuales del tipo de las obligaciones, frente a incrementos de un 1 por 100 en la tasa de depreciación de la peseta con respecto a una cesta mundial de monedas (notar que este incremento está efectivamente entre cero y uno, como debería ocurrir).

Respecto al futuro próximo, es lógico suponer que esta respuesta al tipo de cambio irá aumentando cuantitativamente, y que otros mercados y tipos de interés empezarán a ser también afectados en el mismo sentido.

6. El efecto de la liberalización y la desintermediación

La liberalización de tipos de interés iniciada en el año 1977 ha sido considerada muchas veces como una causa del alza posterior de los tipos de interés. Sin embargo, no se ha encontrado evidencia empírica que avale esta hipótesis. Lo que sí, definitivamente, parece haber tenido una influencia perceptible en la caída de los tipos de interés de los últimos años es el proceso de desintermediación financiera, que ha incrementado el papel de los mercados de valores como fuente de financiación sustitutiva al crédito bancario, y ha facilitado, en general, el acceso directo de los demandantes de crédito a los oferentes, a través de instrumentos como los pagarés de empresa, etcétera. No cabe duda de que el auge de este tipo de títulos en el mercado mundial ha facilitado un descenso importante de los tipos de interés mundiales, y que esto puede ocurrir también en el caso español. Empíricamente, es un efecto que por sus características es difícil de medir y, por tanto,

GRAFICO 1
DESCOMPOSICION DEL TIPO INTERBANCARIO (IB en logaritmos)



de estimar. En todo caso, para el tipo de interés interbancario se detecta la presencia de una fuerte tendencia a la baja a partir del año 1983, muy significativa estadísticamente, cuya explicación probablemente reside en las razones mencionadas en los párrafos anteriores.

IV. CONCLUSION Y PERSPECTIVAS

Una vez analizada la influencia de todos los factores explicativos en los diferentes tipos de interés, es conveniente presentar las respectivas ecuaciones de equilibrio. El objeto es conseguir una perspectiva global de los factores explicativos, para pasar inmediatamente a una evaluación de la evo-

GRAFICO 2
RENDIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES Y AJUSTE
(En niveles)

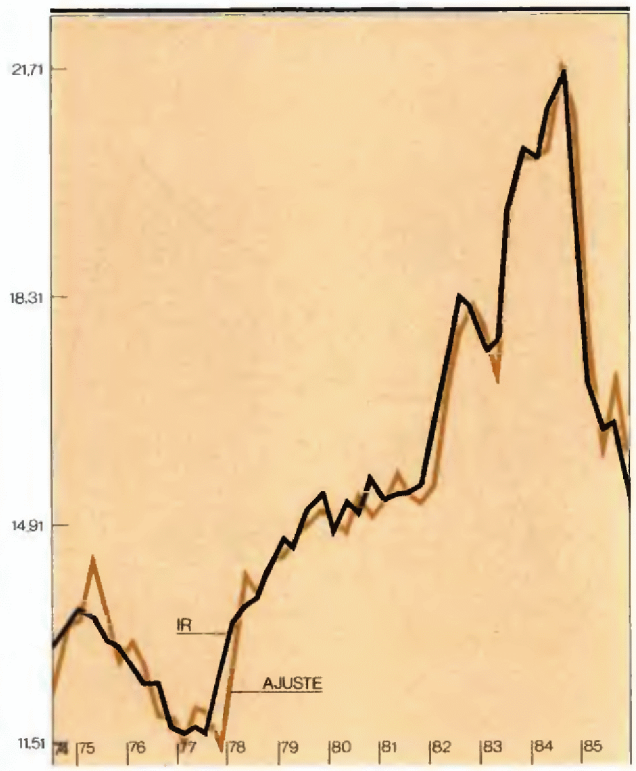
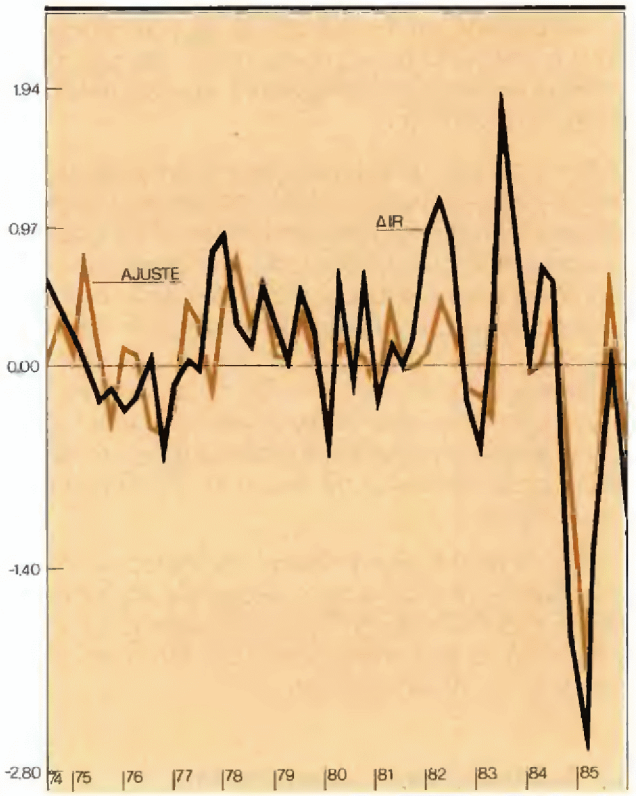


GRAFICO 3
RENDIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES Y AJUSTE DE LA ECUACION
(En incrementos)



lución probable de los tipos de interés. Las tres ecuaciones de equilibrio son las siguientes:

$$\Delta ID = -0.35 + 55\Delta \log V + 13\Delta \log (CP/P) - 8.8\Delta \log Ex$$
$$(2.6) \quad (3.7) \quad (3.4) \quad (2.4)$$

$$\text{Log } IB = 9.7 + 1.6 \log V + 0.59 \log (CP/P) - 1.0 \log EX$$
$$(2.2) \quad (2.3) \quad (4.0) \quad (1.8)$$

$$\Delta IR = -0{,}57 + 28\Delta TE + 14\,\Delta \log (CP/P) - 42\Delta \log EX + 62\,\Delta \log V$$
$$(2.2) \quad (2.2) \quad (1.9) \quad (2.3) \quad (2.4)$$

[19]

(los valores entre paréntesis debajo de cada coeficiente son las razones 't') (5). A partir de estas ecuaciones, podemos obtener una explicación gráfica de la evolución de los tipos de interés en los últimos diez años. Primero, observamos en los gráficos 2 y 3 que el ajuste de las ecuaciones es bastante aceptable, por lo que pueden ser utilizadas para descomponer la evolución de los tipos en factores explicativos (los gráficos 2 y 3 para el tipo IR se han seleccionado como muestra del ajuste, que es similar para los otros dos tipos de interés) (6). El gráfico 1 muestra la descomposición del tipo interbancario en sus factores explicativos. Puede observarse con claridad la contribución alcista del déficit durante todo el período, que persiste en la actualidad, aunque haya sido compensada por el resto de los factores. Respecto a la velocidad de circulación, contribuye positivamente al alza de los tipos hasta el año 1978 aproximadamente, y a partir de ahí su efecto es claramente negativo, ya que a partir de ese momento la velocidad disminuye sensiblemente (la política monetaria no ha sido por tanto restrictiva, en lo que a tipos de interés se refiere, en los últimos cinco o seis años). Los excedentes empresariales tienen un peso importante en la caída del tipo interbancario en los

últimos años, período en el que puede apreciarse también un peso importante (negativo) de la tendencia atribuible a los procesos de desintermediación que han tenido lugar en el sistema financiero (la tendencia no se incluye en la ecuación [19] por ser un fenómeno transitorio, específico del período liberalizador). El resto de los tipos de interés puede descomponerse similarmente.

La evolución futura de los tipos de interés puede discutirse en un marco coherente a partir de las ecuaciones dadas en [19], analizando la evolución previsible de los diferentes factores. En primer lugar, respecto al déficit público, su evolución depende de la de los ingresos y los gastos. La evolución de los ingresos a medio plazo está muy condicionada por los ingresos recaudados por el IVA y la reducción de las posibles bolsas de fraude fiscal todavía existentes. Respecto a los gastos, la verdadera reducción importante se producirá cuando el aumento del nivel de actividad sea el suficiente como para absorber el paro, y así se eliminen los subsidios de desempleo, etc. Otras partidas importantes del gasto están condicionadas por la evolución de los precios del petróleo (una caída disminuye los gastos) y los propios tipos de interés, en la medida en que un alza (o una baja) suponen un incremento (o decremento) de la carga financiera de la deuda.

La evolución de los saldos reales de dinero puede tener un efecto ligeramente alcista a medio plazo (de seis meses a un año), en la medida en que las autoridades monetarias sigan una línea de firmeza en el control de los ALP hasta llevar su crecimiento a la banda del 8 por 100. Pero como las reducciones en la oferta de dinero se traducen rápidamente en reducciones de la tasa de inflación, esta presión alcista sobre los tipos puede esperarse que no sea duradera (Mauleón, 1985b).

Respecto a los excedentes empresariales, su evolución probable es al alza en la medida en que aumente el nivel de actividad, y es probable que tengan por ello un efecto beneficioso (negativo) sobre los tipos de interés. Los tipos de interés exteriores no parece que vayan a ejercer una influencia importante, en la medida en que los tipos reales no son ya muy diferentes de los internacionales. Sin embargo, como se ha señalado en el apartado III.4, a través de esta igualación, y de la apertura del mercado exterior de capitales, sí puede producirse un efecto importante. Más concretamente, la reducción de la tasa de inflación doméstica al objetivo del 5 por 100 anual puede traer consigo una reducción muy importante (hasta tres puntos porcentuales) de los tipos de interés domésticos.

Finalmente, la liberalización de los pasivos bancarios es poco probable que se traduzca en una presión alcista. Esto es así porque el margen entre los tipos activos y pasivos es considerable, ya que el descenso de los tipos de interés en los años 1985 y 1986 se ha traducido en un descenso de los tipos pasivos bancarios, pero no de los activos en igual medida.

En resumen, la evolución probable de los tipos de interés, si no hay cambios bruscos en la evolución tendencial de los factores explicativos, es ligeramente al alza en el corto plazo, debido a la necesidad de controlar los agregados monetarios. A medio plazo puede esperarse, sin embargo, un descenso de los tipos, en la medida en que se reduzca la tasa de inflación y se mantenga la tendencia a la liberalización exterior. Pero un factor que puede alterar seriamente este descenso es la evolución del déficit público, aunque ya hay señales de que su tendencia alcista ha comenzado a quebrarse (la proporción sobre el PIB alcanza su punto más alto en el año 1985, con un valor de 6,5 por 100, y la previsión para el próximo año es del 4 por 100).

NOTAS

(*) Agradezco las sugerencias y comentarios de José Pérez para la realización de este artículo. Los posibles errores son únicamente de mi responsabilidad, como es natural.

(1) Si aceptamos la hipótesis ricardiana, la deuda del Estado no es parte de la riqueza, ya que los agentes esperan que el Estado deberá incrementar los impuestos en el futuro para poder pagar el servicio de la deuda. Así, es irrelevante la forma de financiar el déficit, pues su efecto final es equivalente. En el caso español, esta hipótesis no es contrastable, pues no existen datos sobre los que basar fiablemente las expectativas de impuestos futuros. Por otra parte, y como se muestra en las estimaciones presentadas en este trabajo, la evolución del crédito al sector público es fundamental para explicar el periodo alcista de tipos 1974-1983. Si eliminamos esta variable, nos situamos de nuevo al principio del problema, con unos tipos de interés que han subido fuertemente sin razón aparente. Finalmente, la hipótesis de equivalencia sobre la financiación del déficit puede tener más sentido en una economía con un *output* constante, dado por la plena utilización de los factores productivos, lo que evidentemente no es el caso español.

(2) En ocasiones, se presentan ecuaciones estimadas en la forma,

$$\Delta \log(M/P)_t = -\alpha \Delta \log P_t + z$$

donde z engloba el resto de las variables. Esta ecuación se puede reescribir como,

$$\Delta \log M = (1 - \alpha) \Delta \log P_t + z$$

de forma que si $\alpha = 1$, la tasa esperada de inflación medida a través de $\Delta \log P_t$ desaparece de la ecuación. El aparente efecto de esta variable se debe por tanto a un simple problema de especificación equivocada en saldos reales, en lugar de nominales, de la variable dependiente. El efecto de los precios en la demanda de saldos monetarios, que debe existir y ser próximo a + 1, se puede obtener introduciendo retardos de esta variable en z (ver, por ejemplo, Mauleón, 1987).

(3) De todas formas, el método más ajustado para estimar esta elasticidad es hacerlo directamente a partir de la estimación de la demanda de dinero. En la ecuación de tipos de interés, la elasticidad estimada es unitaria, en parte debido a problemas de significación estadística que obligan a restringir determinados coeficientes.

(4) Los problemas de escala derivados de que muchas de estas variables son índices se resuelven tomando logaritmos. Desde el punto de vista de la estimación, los resultados son prácticamente equivalentes si se miden las variables en logaritmos o en unidades originales.

(5) Un valor de este coeficiente 't' mayor o igual a 2 (aproximadamente) indica que el correspondiente coeficiente es distinto de cero con una probabilidad del 95 por 100. Dividiendo el coeficiente por la razón 't', se obtiene el error *standard* (S.E). La probabilidad de que el verdadero valor del coeficiente esté en el intervalo «valor estimado del coeficiente $\pm$ 1.3 S.E» es del 80 por 100.

(6) La ecuación para IR está estimada en incrementos. Como, por definición, $\Delta y = y - y_{-1}$, el valor estimado para y puede obtenerse a partir de $\hat{y} = \Delta\hat{y} + y_{-1}$, siendo $\hat{y}$ e $\Delta\hat{y}$ los valores estimados.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BLANCHARD, O. y SUMMERS, L. (1984), «Perspectives on high world real interest rates», *Brookings Papers on Economic Activity, 2.*

CLARIDA, R. y FRIEDMAN, B. (1983), «Why have short term interest rates been so high?» *Brookings Papers on Economic Activity, 2.*

FELDSTEIN, M. y ECKSTEIN, O. (1970), «The fundamental determinants of the interest rate». *Review of Economics and Statistics.*

MARQUEZ, J. (1986), «Money demand in open economics: a currency substitution model for Venezuela», *International Finance Discussion Papers.* Fed. n.º 265. Federal Reserv Board. Washington D.C.

MAULEON, I. (1984), «La demanda de activos de caja del sistema bancario en el periodo 1978-82: un estudio empírico». *Revista Española de Economía.*

— (1985 a) «La inversión en bienes de equipo: determinantes y estabilidad». *Documento de trabajo 8.515.* Servicio de Estudios del Banco de España.

— (1985 b) «A quarterly econometric model for the spanish economy» en *Proceedings of the first conference on economic modelling in OECD countries.* Editado por H. Motamen, Chapman and Hall, Londres (1987) (de próxima publicación).

— (1987) «La demanda de dinero y el tipo de interés», Servicio de Estudios del Banco de España (mimeo).

— y PÉREZ, J. (1985), «Interest rate determinants and consequences for macroeconomic performance in Spain» en *Nominal and real interest rates: determinants and influences.* Banco Internacional de Pagos (Basilea). También como *Documento de Trabajo* n.º 8.420 del Servicio de Estudios del Banco de España.

— PÉREZ, J., y SANZ, B. (1986), «Los activos de caja y la oferta de dinero». Servicio de Estudios del Banco de España. *Estudios Económicos n.º 40.*

MISHKIN, F. (1984) «The real interest rate: a multicountry empirical study», *Canadian Journal of Economics.*

ROJO, L. A., (1978), *Renta, precios y balanza de pagos,* Alianza Universidad (4.ª edición). Madrid.

APENDICE

Este apéndice presenta las estimaciones básicas para los tres tipos de interés en el período amplio (1974-85). Se añaden una serie de estadísticas de interés para evaluar la fiabilidad de los resultados. Los contrastes se presentan con la notación χ^2_n (g), donde 'g' son los grados de libertad cuando el criterio es una χ^2. Cuando es una F, la notación es F_n (g_1, g_2) siendo g_1 y g_2, respectivamente, los grados de libertad del numerador y el denominador. 'n' se refiere a los contrastes siguientes,

- n = 1 Contraste de estabilidad de Chow (cuatro últimas observaciones).
- n = 2 Contraste de significatividad de todos los retardos (hasta el 4.°) excluidos.
- n = 3 Contraste de normalidad de los residuos.
- n = 4 Contraste de heterocedasticidad tipo ARCH.
- n = 5 Contraste de correlación serial de los residuos (retrasos de uno a cuatro incluidos).
- n = 6 Contraste de endogeneidad de Hausman para Δlog V.

Los valores entre paréntesis debajo de cada coeficiente en las ecuaciones son los coeficientes 't'.

Resultados para el tipo de la deuda (ID)

$$\Delta ID = \underset{(3.2)}{-1.4 D1} \underset{(3.0)}{- 0.9 D2} \underset{(2.3)}{- 0.91 D3} \underset{(4.5)}{- 2.8 A52} +$$

$$+ \underset{(2.8)}{21.6\ \Delta logV} + \underset{(1.7)}{12.7\ \Delta logV_{-1}} + \underset{(2.7)}{20.4\ \Delta logV_{-2}} +$$

$$+ \underset{(2.0)}{5.6\ \Delta log\,(CP/P)} + \underset{(2.5)}{7.3\ \Delta log(CP/P)_{-1}} - \underset{(3.6)}{8.8\ \Delta log\ EX_{-2}}$$

$\hat{\sigma} = 0.53$; $R^2 = 0.52$; T = 45 (74.IV — 85.IV)

$F_1(4,24) = 3.15$; $F_2(5,23) = 0.9$; $\chi^2_3(2) = 0.22$

$\chi^2_4(4) = 5.9$; $\chi^2_5(4) = 1.1$; $\chi^2_6(1) = 0.5$

Resultados para el tipo interbancario (IB)

$$Log\ IB = \underset{(2.2)}{9.7} \underset{(4.4)}{- 0.085\ TR} + \underset{(1.5)}{2.5\ logV} \underset{(0.5)}{- 1.0\ logV_{-2}} +$$

$$+ \underset{(2.1)}{1.9\ log\,(CP/P)} \underset{(2.1)}{- 2.3\ log(CP/P)_{-1}} + \underset{(1.8)}{1.0\ log(CP/P)_{-3}} -$$

$$- \underset{(3.2)}{1.6\ log\ EX} + \underset{(1.8)}{0.6\ log\ EX_{-1}}$$

$\hat{\sigma} = 0.16$; $R^2 = 0.63$; T = 44 (75.I — 85.IV)

$F_1(4,31) = 1.24$; $F_2(8,26) = 1.33$; $\chi^2_3(2) = 0.5$

$\chi^2_4(4) = 1.1$; $\chi^2_5(4) = 3.4$; $\chi^2_6(1) = 0.75$

Resultados para el tipo de las obligaciones industriales (IR)

$$\Delta IR = \underset{(2.8)}{-1.2 D1} + \underset{(4.1)}{2.5 A47} + \underset{(3.8)}{0.46\ \Delta IR_{-1}} + \underset{(2.1)}{8.65\ \Delta TE} +$$

$$+ \underset{(1.7)}{6.6\ \Delta TE_{-4}} + \underset{(1.4)}{3.5\ \Delta log(CP/P)} + \underset{(1.4)}{3.9\ \Delta log(CP/P)_{-4}} -$$

$$- \underset{(1.1)}{2.7\ \Delta logEX_{-1}} - \underset{(3.3)}{8.3\ \Delta logEX_{-2}} - \underset{(1.9)}{4.3\ \Delta logEX_{-3}} -$$

$$- \underset{(3.2)}{7.2\ \Delta logEX_{-4}} + \underset{(2.1)}{18.1\ \Delta logV_{-3}} + \underset{(2.1)}{15.4\ \Delta logV_{-4}}$$

$\hat{\sigma} = 0.54$; $R^2 = 0.63$; T = 46 (74.III = 85.IV)

$F_1(4,29) = 0.91$; $F_2(16,17) = 0.69$; $\chi^2_3(2) = 0.1$

$\chi^2_4(4) = 2.1$; $\chi^2_5(4) = 4.4$

Los valores críticos al 95 por 100 para cada contraste se han omitido para simplificar la presentación, pero puede comprobarse que, en general, la hipótesis nula se acepta sin demasiados problemas. También se han realizado constrastes específicos para los tipos de interés mundiales y la tasa de inflación, sin que en ningún caso se haya encontrado un efecto significativo.

Definición de variables utilizadas en las estimaciones

ALP: Activos líquidos en manos del público (incorporan la corrección por los depósitos públicos a partir de diciembre de 1982).

CP: Crédito interno al sector público, corregido del pago anticipado de intereses de los pagarés del Tesoro, y sin moneda extranjera (crédito exterior intermediado por entidades domésticas).

EX: (P.Y)/(W.N) No existe una media trimestral del excedente propiamente dicho (P.Y—W.N). Como (W.N)/(P.Y) es la proporción de renta salarial en la total, $[(W.N)/(P.Y)]^{-1}$ puede ser un sustituto aproximado del excedente (una *'proxy'*). Finalmente, como algunas variables trimestrales son indices, al tomar logaritmos se elimina el problema, y únicamente se modifica la constante de la ecuación. Obtenemos así una mejor idea de la elasticidad de respuesta al excedente.

IB: Tipo de interés interbancario para operaciones de depósitos y de dobles de 27 a 33 días. Las publicaciones oficiales siguen la convención, usual en cálculo financiero, de aplicar la capitalización simple para obtener el tipo anual. Aquí se ha utilizado el tipo efectivo, calculado con capitalización compuesta. Las observaciones 78.III y IV son fuertemente atípicas y están sustituidas por la media muestral. Las observa-

ciones 76.III y IV no están disponibles y han sido interpoladas, utilizando como indicador el tipo diario. La variable está medida en tanto por ciento.

ID: Tipo de interés de la deuda pública en el mercado secundario, para emisiones a dos años o más (rendimiento bruto sin desgravación fiscal). Antes de 1978 no existe la serie y se ha interpolado por medio de la ecuación $\Delta ID = 0.58\Delta IR - 0.25\Delta IR_{-1}$ (estimada en el período 1978-1985). La variable está medida en tanto por ciento.

IR: Tipo de interés de las obligaciones privadas medido en tanto por ciento (rendimiento bruto sin desgravación fiscal). Para el período 1973-1983, la variable es el rendimiento del total de las obligaciones industriales (media ponderada). A partir del año 1984 incluido, esta serie deja de ser representativa y se sustituye por el tipo de las obligaciones eléctricas a medio y largo plazo.

N: Ocupados en sentido estricto (todos los sectores).

P: Indice de precios no alimenticios (aproximadamente el 70 por 100 del IPC total; se elimina el componente alimenticio por ser bastante errático). Antes del año 1977 está interpolado con las tasas del IPC.

TE: Tasa de variación del índice del tipo de cambio efectivo nominal con respecto al resto del mundo ($\Delta e/e_{-1}$). Un incremento implica una depreciación de la moneda doméstica.

V: Velocidad de circulación renta de los ALP, es decir, $V = P.Y/ALP$.

Y: PIB trimestralizado por B. Sanz, utilizando como indicador el IPI trimestral desestacionalizado. La interpolación para 1985 es aproximada, suponiendo una tasa de crecimiento anual del 2 por 100.

W: Ganancia media por persona al mes (media de todas las ramas).

Fuente: Banco de Datos del Servicio de Estudios del Banco de España, INE, y elaboración propia.

EVOLUCION RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERES

En este artículo, **Eduardo Fernández Pérez** describe la evolución reciente de los tipos de interés en España. Tras hacer un repaso de la evolución de los tipos de interés nominales en los mercados más significativos, el autor avanza en su análisis, primero, estimando tipos de interés reales antes de impuestos y, posteriormente, ajustándolos de los efectos que produce en ellos la fiscalidad. A través de este estudio se pone de manifiesto cómo el nivel, aparentemente elevado, alcanzado por los tipos de interés reales incorpora un fuerte componente fiscal, de forma que, una vez eliminado éste, los tipos efectivos vigentes no son tan llamativos, ni superan significativamente lo que puede considerarse su pauta histórica de comportamiento en períodos de estabilidad de precios. El trabajo finaliza ofreciendo información sobre la evolución de los tipos de interés reales antes de impuestos en los países más desarrollados, mostrando cómo los tipos de interés reales españoles se han situado generalmente por debajo de aquéllos, excepto en períodos muy concretos en los que las tensiones de la política monetaria han elevado los tipos a corto plazo en nuestro país.

I. RESUMEN

EN España, los tipos de interés nominales registraron un descenso continuado entre 1983 y 1986. Este proceso, que fue posible merced a la reducción del ritmo de crecimiento de los precios, ha quedado frenado en los primeros meses de 1987, cuando la recuperación de la demanda de crédito del sector privado se ha unido a la elevada absorción de recursos financieros por parte del sector público y a un comportamiento también expansivo del sector exterior.

En 1985 y 1986, período al que se dedica mayor atención en este trabajo, los tipos de interés negociados en los mercados a medio y largo plazo experimentaron importantes reducciones, tras los intensos descensos de 1984, lo que indica que los agentes económicos seguían apostando por avances ulteriores en el control de la inflación. En los mercados a corto plazo, los tipos de interés, medidos en tasas medias, descendieron también en estos dos últimos años, aunque en los mercados en los que el Banco emisor gestiona el control de los agregados monetarios se registraron episodios alcistas que, en el año 1986, supusieron una elevación de los tipos negociados respecto a los vigentes al inicio de ese año. Este comportamiento, que refleja la decisión de las autoridades de no financiar procesos inflacionistas por encima de los aceptados en los objetivos gubernamentales, ayudó, junto a otras actuaciones de tipo no monetario, a mantener la tendencia descendente de los tipos nominales en los mercados a medio y largo plazo, al reforzar la confianza de los agentes económicos en la continuidad de la lucha frente a la inflación.

En el primer cuatrimestre de 1987, los tipos de interés a corto plazo se elevaron hasta alcanzar cotas superiores a las registradas en 1985, impulsados por la actuación de la autoridad monetaria en su deseo de reconducir el incremento de la cantidad de dinero hacia el objetivo establecido. Debido a la persistencia de este comportamiento al alza en los mercados monetarios, algunos tipos de interés nominales a largo plazo flexionaron también al alza, aunque con menor intensidad.

La evolución de los tipos de interés no tuvo, pues, la misma cadencia temporal ni la misma intensidad en todos los mercados. Si se repasan los más significativos, resalta la fuerte reducción, respecto a los niveles alcanzados en 1983, de los tipos nominales de la deuda pública, de las obligaciones eléctricas y de los depósitos de las familias y empresas no financieras en el sistema bancario. Los tipos de las operaciones activas del sistema bancario no sujetas a coeficientes disminuyeron proporcionalmente menos que los de las operaciones pasivas, y, como ya se ha señalado, los tipos nominales negociados en los mercados de activos de caja experimentaron, dentro de este proceso de reducción, repetidos movimientos alcistas. La profunda caída experimentada por el rendimiento de los pagarés del Tesoro se inscribe en un contexto diferente: el del nuevo marco fiscal implantado por la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre

reforma fiscal de determinados activos financieros.

Pero, como es bien sabido, no son los tipos nominales, sino los reales, los relevantes para la toma de decisiones económicas. Sin embargo, estos últimos no son observables —en la medida en que no es observable la tasa de inflación esperada, incorporada por el conjunto de los agentes económicos en los tipos nominales negociados— y deben ser estimados, lo que hace más problemático su análisis.

La aproximación que se ofrece sobre ellos en el apartado III muestra que, tras alcanzar su nivel más alto, en 1983 en el mercado interbancario y en 1985 en el resto de los mercados, los tipos de interés iniciaron un claro descenso en 1986, si bien manteniéndose en un nivel positivo relativamente elevado. Dicho nivel, similar al experimentado por los tipos de interés reales en los países desarrollados, es superior al que han registrado históricamente, lo que parece relacionado con la reciente experiencia inflacionista, con los efectos inducidos por los elevados déficit públicos vigentes en estas economías y con los problemas de medición derivados de la no imputación de la incidencia de los impuestos en los datos estadísticos utilizados.

Avanzando en este sentido, y considerando los efectos de la fiscalidad, el nivel de los tipos de interés reales después de impuestos alcanza valores menos llamativos. En concreto, y circunscribiendo el análisis a algunos casos «tipo», que se detallan en el apartado IV, en 1985 y 1986, una vez descontada la inflación y los impuestos, el rendimiento estimado de los depósitos se mantuvo en tipos negativos, el coste de los créditos a las empresas se situó por debajo del 4 por 100 y los créditos hipotecarios para la adquisición de vivienda costaron en torno al 2 por 100, muy lejos, ambos, de los valores próximos al 8 por 100 que muestran los datos antes de impuestos.

CUADRO N.º 1

TIPOS DE INTERÉS NOMINALES (a)

	1982	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Mercado monetario					
— Interbancario de depósitos a 3 meses	16,3	20,1	14,9	12,2	11,7
Mercados de valores					
— Deuda del Estado (a más de 2 años)	16,0	16,9	16,5	13,4	11,4
— Obligaciones eléctricas (a más de 5 años) (b) ...	17,8	18,9	20,8	16,2	13,8
Operaciones activas y pasivas del sistema bancario (c)					
— Preferencial a 1 año	16,9	17,2	16,8	15,4	14,4
— Créditos de 1-3 años	16,8	17,5	17,4	16,7	15,4
— Depósitos 1-2 años	12,9	12,7	12,5	10,8	9,3
— Bonos de Caja	13,5	13,9	13,8	12,3	10,6

Notas:
(a) Media anual.
(b) El tipo de interés de 1982 y 1983 corresponde a las series de títulos a más de siete años, publicados hasta 1984.
(c) Datos relativos a operaciones de la banca.
Fuente: Boletín Estadístico e *Informe Anual* del Banco de España.

Los tipos de interés nominales de los países más desarrollados continuaron descendiendo en 1985 y 1986, siguiendo el proceso de reducción iniciado a comienzos de la década de los años ochenta. Sus tipos de interés reales, de los que se informa en el apartado V, se situaron generalmente por encima de los registrados en España, si se exceptúan los mencionados episodios alcistas de los mercados monetarios. En 1986 descendieron en Estados Unidos y Japón, pero experimentaron elevaciones en Alemania, Francia, Italia y Reino Unido (1).

II. EVOLUCION RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERES NOMINALES

1. Algunos problemas metodológicos

Las estadísticas que suelen publicarse, relativas a los tipos de interés nominales negociados en los mercados primarios y secundarios, no son completamente homogéneas. Por ello, antes de abordar la descripción detallada de su evolución en los diferentes mercados, es conveniente señalar algunos de los problemas que presentan. Estos no son tan relevantes que impidan las comparaciones, pero es útil ponerlos de manifiesto para poder valorarlas mejor. Es decir, los datos estadísticos son válidos para tomarlos como puntos

CUADRO N.° 2

TIPOS DE INTERES NOMINALES EN LOS MERCADOS MONETARIOS (a)

	1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Banco de España: préstamos de regulación monetaria (1 día)	12,4	13,2	13,1	10,7	10,7	11,9	12,1	11,7
Interbancario de depósitos (3 meses)	12,2	13,2	13,0	10,4	11,0	12,0	12,1	11,6
Pagarés de empresa (1 año)	12,8	12,5	—	—	11,5	11,7	10,9	10,4
Pagarés de empresa (18 meses)	—	—	—	—	12,8	12,1	11,5	10,8
Interbancario de dobles con pagarés del Tesoro (3 meses)	12,0	12,9	12,2	9,5	9,9	9,2	7,4	7,9
Pagarés del Tesoro (1 año) (Bolsa)	11,9	11,9	11,4	9,3	9,0	8,0	7,5	7,6
Pagarés del Tesoro (18 meses) (Bolsa)	12,4	12,0	11,7	9,8	9,3	8,5	8,0	8,0

(a) Media trimestral.
Fuente: Boletín Económico del Banco de España.

de referencia, o aproximación, pero no siempre permiten conocer las diferencias exactas entre los rendimientos de los diversos instrumentos financieros.

Por ejemplo, en activos financieros que incorporan cupón hay que tener en cuenta que, unas veces, los tipos de interés ofrecidos hacen referencia exclusiva al tipo nominal del título, con independencia del número de veces en que se abone el cupón a lo largo del año, mientras que, otras, recogen rendimientos internos, calculados bajo el supuesto de reinversión de los flujos de interés y/o amortizaciones parciales a ese mismo tipo a lo largo de la vida pendiente del activo financiero. Por otro lado, mientras en unos mercados los tipos de rendimiento publicados constituyen tipos prácticamente efectivos, por liquidarse las operaciones en el día y ser mínimos los gastos de transmisión, en otros no se toman en consideración ni el hecho de liquidarse en un momento posterior a aquél para el que se efectúa el cálculo del rendimiento ofrecido en las estadísticas, ni los costes de transacción que afectan a sus rendimientos efectivos (piénsese, por ejemplo, en la diferencia entre operaciones del mercado interbancario, los créditos bancarios a empresas o particulares, o la compraventa de una obligación pública o privada).

La existencia o exención del impuesto de transmisiones, la existencia de corretajes por la intervención, o no, de fedatario público, la existencia de comisiones bancarias por la intervención en la operación y/o por derechos de custodia afectan también al rendimiento efectivo de las operaciones financieras; lo mismo que les afectan los plazos de liquidación y la fecha de valor aplicada a los correspondientes cargos y abonos de los flujos financieros que comportan las operaciones. La incidencia de muchos de estos costes, despreciados a la hora de calcular los tipos de rendimiento, es una función de la vida media remanente del instrumento negociado, ya que, en general, se trata de costes fijos; por ello, a medida que la vida media del título se reduce la distorsión es mayor.

Además, es preciso añadir que no siempre es homogénea la fórmula matemática utilizada para realizar el cálculo del rendimiento, lo que agudiza el problema a la hora de establecer comparaciones tanto entre distintos instrumentos como entre un mismo instrumento, o instrumentos equivalentes, a distintos plazos.

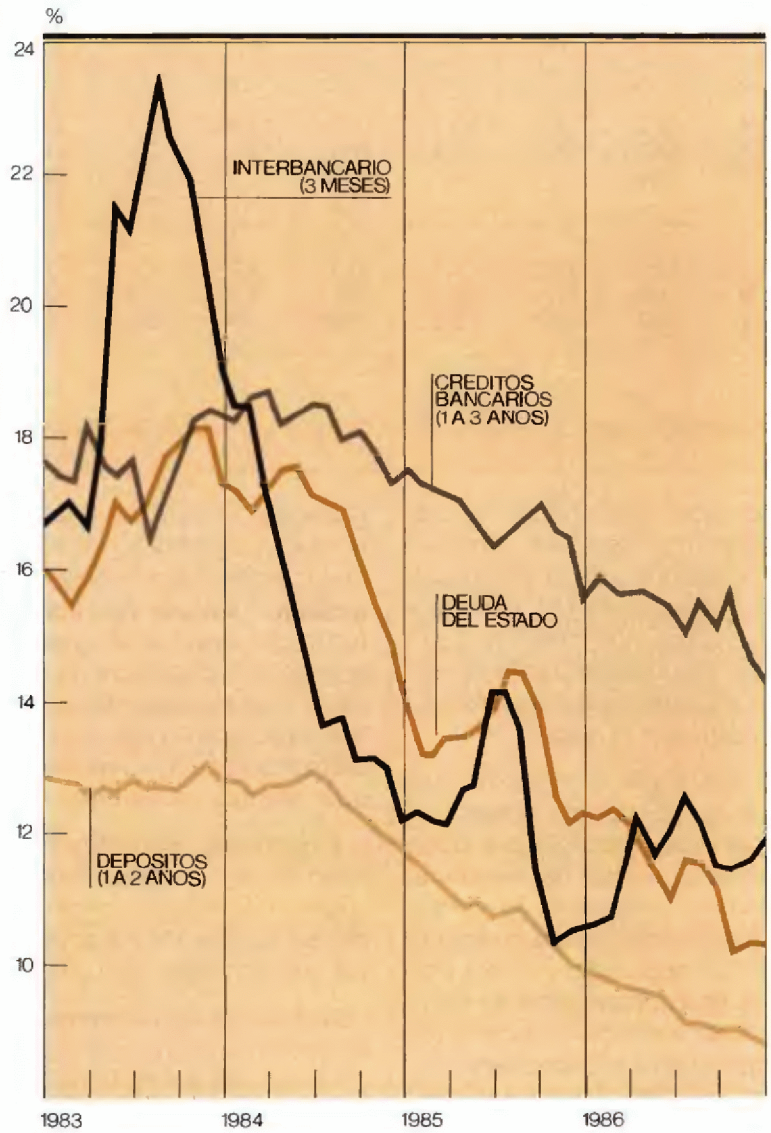
Finalmente, como se ha indicado antes, las estadísticas no suelen reflejar las diferentes situaciones fiscales de los activos cuyos rendimientos se comparan.

Señaladas estas limitaciones, se aborda ya la descripción de la evolución de los tipos nominales negociados en los mercados más significativos.

2. Evolución de los tipos de interés en los mercados monetarios

En el cuadro n.° 2 se ofrece una selección de la evolución registrada en los dos últimos años por los tipos de interés más representativos de los mercados monetarios.

GRAFICO 1
TIPOS DE INTERES NOMINALES (a)



(a) Medias Mensuales
Fuente: Boletín Económico del Banco de España.

El mercado de activos de caja, en el que interviene el Banco de España para regular el control de las magnitudes monetarias, subastando préstamos o realizando operaciones de mercado abierto, y en el que las instituciones del sistema bancario (2) intercambian depósitos, constituye el segmento más sensible de los mercados financieros a las variaciones del tipo de interés. Este es, de hecho, el punto de referencia para el resto de los mercados a corto.

Por ser el ámbito más estrechamente ligado a la actuación de la autoridad monetaria, las tensiones de la oferta y demanda de dinero se manifiestan en él de modo más vivo, y los tipos de interés resultantes muestran mayores oscilaciones que en los mercados a plazo más dilatados. A éstos llega diluída la transmisión de sus efectos, que sólo suele ser efectiva cuando son persistentes.

La autoridad monetaria impuso una mayor disciplina en el segundo semestre de 1983 y primeros meses de 1984, con el fin de recobrar la credibilidad de los mercados en la política antiinflacionista del gobierno. Tal actuación, unida a la política de rentas salariales que había permitido ir reduciendo previamente la tasa de inflación, abrió el camino al descenso de los tipos de interés. Este descenso fue muy fuerte en 1984, sobre todo en los mercados activos de caja, donde, por causa de las mencionadas restricciones monetarias, habían alcanzado niveles del 23,4 por 100 (media del mes) en agosto de 1983. En datos medios mensuales, los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos (3 meses) pasaron del 19 por 100 en diciembre de 1983 al 12,2 por 100 en diciembre de 1984.

En 1985, aunque la política monetaria se diseñó dentro de la tónica ligeramente contractiva iniciada en 1983, su instrumentación fue relativamente holgada, lo que permitió que el mercado interbancario registrase una reducción de casi dos puntos. De esta actuación hay que exceptuar el segundo trimestre, en el que las autoridades se vieron obligadas a practicar una política más restrictiva, elevando

los tipos de interés de las subastas de préstamos.

En los primeros meses de 1986, el Banco de España acomodó su oferta de activos de caja a la demanda de liquidez del sistema, manteniendo el tipo marginal de los préstamos a un día en el 10,5 por 100. Ante el elevado crecimiento de los agregados monetarios, que rebasaron persistentemente la banda objetivo establecida, y ante la falta de evidencia de su índole transitoria, las autoridades procedieron a elevar el tipo marginal de las subastas en los meses de marzo y abril, y de julio y agosto, para reconducir el crecimiento de ALP hacia la senda prevista para el conjunto del año. Para poder conseguir este objetivo fue necesario mantener los tipos de interés en torno al 11,7 por 100 en el último trimestre.

En el primer cuatrimestre de 1987, ante el amplio desbordamiento del incremento de la cantidad de dinero respecto del objetivo previsto, la autoridad monetaria presionó de nuevo al alza los tipos de interés en el mercado de préstamos de regulación monetaria. Este desbordamiento fue consecuencia de la clara recuperación de la demanda de crédito del sector privado y del comportamiento expansivo del sector exterior, en el contexto de una evolución moderadamente expansiva del sector público. Hablar de evolución moderadamente expansiva del sector público significa, no obstante, señalar que éste continuó acaparando una parte sustantiva de los recursos financieros disponibles. De hecho, el sector público, además de no reducir su apelación a los mercados, continuó distorsionando sus costes como consecuencia del sistema de financiación elegido. El comportamiento del sector exterior, por su parte, se inscribe en el marco de una política cambiaria que tuvo que aceptar sucesivos incrementos de reservas de divisas como contrapartida a su deseo de mantener relativamente estable el tipo de cambio nominal frente a la CEE. Con estas premisas, en los primeros días de abril, el tipo marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria alcanzó el 14,5 por 100 (el 16 por 100 en la segunda ventanilla). Como es lógico, los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos se ajustaron, en términos generales, a estos tipos de intervención del Banco de España.

Los tipos de interés de los pagarés del Tesoro mostraron un comportamiento irregular, lejos del papel estelar que suelen tener en los mercados monetarios de los países desarrollados. En los primeros años de su lanzamiento, como consecuencia de la prima que debieron pagar por su introducción en el mercado, su rendimiento se situó por encima de lo que hubiera sido su nivel «normal» en ausencia de este fenómeno, como lo prueba el hecho de que ofreciesen tipos superiores a los de instrumentos del sector privado equivalentes en plazo (letras negociadas en Bolsa, etc.). Después del verano de 1985, tras la promulgación de la Ley 14/1985, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros, su rendimiento nominal se situó muy por debajo del resto de los negociados en los mercados monetarios, al descontar la prima fiscal que les otorgaba dicha Ley. De hecho, sólo en 1984 y en la primera parte de 1985 ofrecieron tipos de interés nominales acordes con lo que cabría esperar de un activo financiero sin riesgo de crédito, negociable en mercados abiertos a todos los agentes económicos. En este período, los pagarés fueron un instrumento útil para gestionar el control de la política monetaria, en la medida en que su tipo de interés servía de referencia para el resto de los mercados a corto y de conexión entre los mercados de activos y pasivos bancarios, y de éstos con el resto de activos financieros.

En este sentido, constituían una alternativa rentable para las inversiones del sistema bancario, que los utilizó como segunda línea de liquidez, adquiriendo importes superiores a los exigidos por el estricto cumplimiento de su coeficiente de deuda. Además, eran demandados por el sector privado no financiero, por lo que competían con los depósitos bancarios y limitaban la capacidad de maniobra de las entidades de depósito para reducir los rendimientos de sus pasivos. Los pagarés de empresa se emitían, también, con un ligero diferencial sobre los pagarés del Tesoro y permitían a los emisores con un elevado grado de solvencia disponer de una alternativa de financiación cuando se elevaban los tipos de interés del interbancario, mercado con el que se relacionaba una parte cada vez más relevante de sus créditos a tipos de interés variable.

Esta imbricación de los mercados facilitaba la transmisión de efectos de la política monetaria, que al afectar a segmentos más amplios del mercado permitía evitar oscilaciones bruscas en los tipos de interés (3).

Las distorsiones fiscales introducidas en el rendimiento nominal de los pagarés del Tesoro por

la Ley 14/1985 privó a este instrumento de la posibilidad de continuar constituyendo un punto de referencia de los mercados monetarios y un nexo de unión con otros mercados.

Su tipo de interés nominal se situó ligeramente por encima de lo que sería un tipo competitivo de mercado para un evasor fiscal con un tipo marginal relativamente elevado en el IRPF, pero por debajo de las exigencias de un inversor a corto que no desease utilizarlo para ocultar rendimientos a Hacienda.

En concreto, el tipo de emisión de los pagarés del Tesoro a 18 meses, plazo al que se colocaron la práctica totalidad, pasó del 12,5 por 100 a principios de 1985 al 8 por 100 en julio de 1986, nivel al que se mantuvo estabilizado desde entonces, a pesar de las fluctuaciones registradas por los tipos de interés a corto en el mercado interbancario. Su demanda fue perdiendo importancia a medida que se reducía el tipo de interés de la emisión, y únicamente a finales de 1986, cuando descendieron los tipos de interés de otros instrumentos competitivos, comenzó a reavivarse tímidamente.

En los mercados secundarios de anotaciones en cuenta en el Banco de España, a vencimiento y con pacto de recompra (operaciones dobles), y en el mercado bursátil, su evolución fue paralela.

En cuando a los tipos negociados en el mercado de cesiones temporales por las instituciones del sistema bancario con su clientela no se han publicado estadísticas, pero se estima que su nivel se situó, lógicamente, por debajo de los tipos cruzados en los mercados mencionados antes.

Las operaciones interbancarias realizadas bajo la modalidad de dobles con pagarés del Tesoro (4), que desde 1981 hasta 1985 habían sido más importantes que las instrumentadas en simples depósitos, dejaron de estar conectadas con el mercado interbancario de depósitos. Al descender su tipo de interés por debajo de los tipos de mercado, y dejar de ser adquiridos por motivos de rentabilidad por inversores a corto sin motivaciones de ocultación fiscal, los pagarés del Tesoro dejaron de ser demandados por las entidades del sistema bancario por encima de las exigencias que les imponía la cobertura de su coeficiente de deuda. De este modo, el mercado de dobles quedó dominado por problemas de cumplimiento del coeficiente de inversión en deuda y comenzó a comportarse como un mercado de financiación mutua de inversiones obligatorias.

Los pagarés de empresa, que habían iniciado su desarrollo apoyados en las facilidades de ocultación de las que se beneficiaron los títulos emitidos a descuento hasta el verano de 1985, se vieron afectados de modo muy importante por la Ley 14/1985, repetidamente mencionada. Esta, al incidir de modo discriminado sobre los activos públicos y privados y dificultar las formalidades exigidas en su negociación en el mercado secundario, frenó de forma notoria el incipiente mercado de pagarés de empresa, todavía no asentado sobre bases firmes, y dejó, momentáneamente, al sector privado sin un instrumento competitivo con los pasivos y activos bancarios.

3. Tipos de interés nominales en los mercados de valores a medio y largo plazo

En el cuadro n.º 3 se ofrece información de la evolución de los tipos de interés más representativos negociados en los mercados a medio y largo plazo: el de deuda del Estado y el de obligaciones de las compañías eléctricas.

CUADRO N.º 3

TIPOS DE INTERES NOMINALES A MEDIO Y LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS DE VALORES (a)

	1985				*1986*			
	I	*II*	*III*	*IV*	*I*	*II*	*III*	*IV*
Deuda del Estado a más de dos años .	13,3	13,6	14,3	12,3	12,3	11,5	11,4	10,3
Obligaciones eléctricas	16,9	16,4	16,4	15,3	14,7	13,9	13,4	13,4

(a) Rendimiento interno al vencimiento medio en el mercado secundario.
Fuente: Boletín Económico del Banco de España.

Los tipos de interés comenzaron a descender en estos mercados de forma clara en 1984, cuando se consolidó el ajuste de los mercados monetarios y los agentes económicos añadieron a la contrastación de la desaceleración del crecimiento de los precios, registrada en los últimos años, la confianza en ulteriores desaceleraciones, a pesar del mantenimiento de un elevado déficit público y de los riesgos que este hecho comporta para tales expectativas. Tanto en 1985 como en 1986, los tipos de rendimiento interno de la deuda del Estado con vida media remanente superior a dos años y el rendimiento de las obligaciones eléctricas descendieron en mayor proporción que el tipo de rendimiento del resto de los mercados.

La deuda del Estado, por ser un activo carente de riesgo de crédito, suele constituir el punto de referencia de los tipos de interés en los mercados a largo plazo. En España, tras un largo paréntesis, no comenzó a negociarse a tipos de mercado (5) hasta 1978. Desde entonces, y hasta avanzados los primeros ochenta, se negoció en volúmenes poco significativos, dada la inmovilización que exigía el disfrute de los beneficios fiscales que incorporaban los títulos emitidos. Hoy día, sin embargo, puede afirmarse que constituye un mercado lo suficientemente amplio y flexible para que los tipos de interés negociados en él gocen de pleno significado económico.

En cuanto a la evolución de su tipo de rendimiento interno, hay que señalar que pasó de niveles próximos al 14 por 100, a principio de 1985, hasta cerca del 10 por 100 en octubre de 1986, momento a partir del cual inició un nuevo ciclo ascendente que lo situó en las proximidades del 12 por 100 en los primeros días de abril de 1987. A lo largo del proceso descendente, iniciado en enero de 1984, se registraron períodos de contención, e incluso de repuntes alcistas, de marzo a junio de 1985, de diciembre de 1985 a febrero de 1986, julio de 1986 y noviembre y diciembre del mismo año. Estos episodios coincidieron con movimientos del mismo sentido, aunque de mayor intensidad, en los mercados monetarios, a los que siguió con un cierto grado de mimetismo, a pesar del hecho de que desde abril de 1986 las curvas de rendimiento de los tipos a corto y largo plazo muestren un comportamiento perverso (6) —los tipos a corto superan a los de largo plazo—, fruto, por un lado, de la decisión de las autoridades de mantener los agregados monetarios dentro de los objetivos previstos y, por otro, de la consolidación de las expectativas de que tales objetivos de reducción en la tasa de crecimiento de los precios puede conseguirse. La mayor rapidez en la transmisión de los efectos, desde los mercados monetarios hacia los de deuda, es fruto, entre otras razones, del mayor protagonismo del sistema bancario en este mercado. En efecto, éste adquirió la mayor parte de la deuda del Estado emitida desde mediados de 1985 y es, con mucha diferencia, quien negoció, también, mayores volúmenes en los mercados secundarios.

En el mercado primario, el Estado pudo ofrecer tipos inferiores, en cada emisión que iba lanzando, apoyado en el comentado desplazamiento de las instituciones financieras, y en especial del sistema bancario, hacia posiciones a largo plazo, apostando por ulteriores caídas en los tipos nominales. Los tipos nominales a los que se emitieron los títulos en 1986, que llegaron en diciembre al 8,5 por 100 desde niveles del 13,5 por 100 en el verano de 1985 y del 16 por 100 en el verano de 1984, no son sin embargo comparables. Si se ajustan por las comisiones percibidas en la suscripción, el tipo de rendimiento de la deuda emitida en diciembre de 1986 se situaba en torno al 10,2 por 100, tipo que ha sido superado sólo muy ligeramente en las emisiones de bonos del Estado efectuadas en el primer trimestre de 1987.

En representación de los mercados de títulos emitidos por el sector privado no financiero, se ha seleccionado el de las obligaciones eléctricas. El mercado de obligaciones privadas terminó por desaparecer, como tal mercado, a finales de los años setenta (en 1979, por ejemplo, únicamente cuatro emisiones de compañías eléctricas y nueve de empresas no eléctricas cotizaron en más de 50 sesiones durante el año, lo que constituye una muestra de la evidente languidez de este mercado). La mayor filtración hacia las carteras del público de una parte de las emisiones, no computables en el coeficiente de fondos públicos, de títulos emitidos por las compañías eléctricas y el impulso aportado a su liquidez por la reciente participación del Banco de España en su negociación, permite contar con series de rendimiento interno suficientemente significativas desde 1984.

Antes del verano de 1984, en el que el Banco de España comenzó a actuar de *dealer* en el mercado de obligaciones privadas de empresas no financieras, la negociación de estos títulos

CUADRO N.º 4

TIPOS DE INTERES NOMINALES DE LAS OPERACIONES ACTIVAS Y PASIVAS DEL SISTEMA BANCARIO (a)

	1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Operaciones activas								
Banca:								
Tipo variable de referencia	13,7	14,0	14,3	12,0	11,6	12,4	12,5	12,3
Preferencial a 1 año	15,6	15,5	15,5	14;8	14,6	14,5	14,3	14,2
Créditos 1 a 3 años	17,2	16,6	16,8	16,2	15,8	15,6	15,2	14,9
Cajas:								
Créditos 1 a 3 años	16,9	16,4	16,4	15,8	15,7	15,8	15,5	15,1
Operaciones pasivas								
Banca:								
Depósitos 1 a 2 años	11,3	10,9	10,8	10,1	9,7	9,4	9,1	8,9
Bonos de caja (b)	13,4	12,5	11,8	11,5	11,1	10,7	10,3	10,1
Cajas:								
Depósitos 1 a 2 años	11,2	10,8	10,6	9,9	9,7	9,5	9,1	9,0

(a) Media trimestral.
(b) Rendimiento interno al vencimiento medio en Bolsa.
Fuente: Boletín Económico del Banco de España.

en el mercado secundario era muy escasa. En 1983 esta negociación sólo ascendió a 7,4 m.m., lo que significaba menos de un 0,5 por 100 de su saldo vivo. Para entonces, únicamente unas pocas empresas eléctricas (y, en menor medida, Telefónica) cotizaban algunas de sus emisiones, que empezaban a ser adquiridas por el público en cantidades crecientes.

Actualmente, los volúmenes negociados continúan siendo reducidos (aunque se hayan multiplicado por 6 o por 7 respecto a 1983), pero su liquidez se ha elevado significativamente, lo que ha permitido eliminar la elevada prima de iliquidez que incorporaban, previamente, los rendimientos demandados en este mercado. En este contexto, el rendimiento de las obligaciones eléctricas se redujo desde el 18,3 por 100, en diciembre de 1984, hasta el entorno del 15 por 100, en diciembre de 1985, y hasta el 13,3 por 100 en el mismo mes de 1986.

Desde agosto de 1986, los rendimientos de este mercado han oscilado entre el 13,2 por 100 y el 13,6 por 100, reflejando un claro estancamiento en el fuerte proceso de reducción que venían registrando.

4. Tipos de interés de los instrumentos activos y pasivos del sistema bancario

Actualmente, tras la O.M. de 3 de marzo de 1987, los tipos de interés de las operaciones activas y pasivas de las entidades de depósito son los que libremente se pactan, cualquiera que sea la modalidad y plazo de la operación. De las operaciones del sistema bancario, se han seleccionado como tipos más representativos, entre los instrumentos activos, el tipo variable de referencia (banca), el preferencial de créditos a un año (banca) y el tipo de los créditos de 1 a 3 años (banca y cajas); entre los instrumentos pasivos, los depósitos a 1 año y menos de 2 (banca y cajas) y los bonos bancarios. Los tipos de las cuentas corrientes, recientemente liberalizados, no pueden analizarse, obviamente, en este trabajo, si bien es evidente que ejercerán un impacto alcista sobre el coste medio del pasivo e impulsarán una reordenación de la importancia relativa de los depósitos bancarios.

El tipo variable de referencia, obtenido a partir de las operaciones realizadas a tipo variable por la banca extranjera, es el más sensible de cuantos aplica la banca a sus operaciones de crédito, ya que está ligado, mediante un diferencial, con los tipos negociados en el mercado interbancario, en el que las entidades extranjeras obtienen los fondos que prestan. Su evolución, lógicamente, siguió la de éste y, aunque en media anual pasó del 13,5 por 100 en 1985 al 12,5 por 100 en 1986, su perfil cambió desde una tendencia decreciente —si se exceptúa el corto epi-

sodio del verano— en 1985 (pasó del 13,7 por 100, en diciembre de 1984, al 11,8 por 100 en diciembre de 1985) a otra creciente en 1986 (12,5 por 100 en diciembre).

El tipo de interés preferencial, que es, por el contrario, el más estable, registró un lento pero persistente descenso, continuación del iniciado en 1984, únicamente interrumpido en el verano de 1985. Recuperada con rapidez la senda descendente desde agosto, ésta mostró signos de ralentización en el último trimestre de 1986. En medias trimestrales, su tipo nominal pasó del 15,6 por 100, en el primer trimestre de 1985, al 14,2 por 100 en el último de 1986, a un ritmo promedio de dos décimas por trimestre.

El nivel del tipo de interés nominal de los créditos de uno a tres años de la banca y de las cajas pasó de alrededor del 17 por 100, en el primer trimestre de 1985, al 15 por 100 en el cuarto trimestre de 1986, siguiendo así la misma tendencia descendente que el tipo preferencial, si bien con una irregularidad más acusada y a un ritmo más acelerado. Un hecho a destacar es el de que, por primera vez desde abril de 1986, los tipos negociados por las cajas de ahorros en este mercado superaron a los de la banca, situación que persistía al finalizar el año.

Los tipos de interés nominales de los depósitos fueron los que acusaron en mayor proporción el descenso generalizado de estos años, pasando desde niveles próximos al 13 por 100 (banca), en el verano de 1984, hasta otro en torno al 9 por 100 en el último trimestre de 1986. Desaparecido el fuerte diferencial existente entre los tipos de interés pagados por la banca y por las cajas en el tercer trimestre de 1984 (superior a un punto y medio en 1983 y a un punto en el mismo verano de 1984), ambos continuaron descendiendo a ritmos similares. Todavía durante 1985 los tipos de la banca fueron ligeramente superiores a los de las cajas, pero, al igual que en el caso de los créditos, los pagados por éstas se situaron por encima de los de la banca desde el segundo trimestre de 1986.

El rendimiento interno de los bonos de caja experimentó, igualmente, una fuerte reducción, pasando desde una media trimestral del 13,4 por 100, en el primer trimestre de 1985, al 10,1 por 100 en el cuarto trimestre de 1986.

Si se comparan los ritmos de descenso de los tipos de interés de las operaciones activas y pasivas, se observa que los tipos de interés de las segundas registraron un descenso proporcionalmente mas acusado. Así, tomando el caso de la banca (7), sus depósitos, que ofrecían un tipo de interés del 11,7 por 100 en diciembre de 1984, pasaron al 8,8 por 100 en diciembre de 1986, con una pérdida de 2,9 puntos. En ese mismo período, los tipos de los créditos de uno a menos de tres años pasaron del 17,4 por 100 al 14,4 por 100, es decir, tres puntos menos. Esto significa que, prácticamente, se mantuvieron los diferenciales con unos tipos situados en niveles bastante inferiores. Es decir, que mientras que el tipo de los depósitos bajó un 25 por 100, el de los créditos sólo lo hizo en un 17 por 100.

Este comportamiento tiene, al menos, dos explicaciones que, en parte, pueden ser complementarias. Por un lado, es probable que esté relacionado con la financiación del déficit público. Es decir, es razonable pensar que las entidades bancarias intentaron desplazar hacia sus clientes de activo y pasivo el impuesto que significan los diversos coeficientes que soportan para financiar el déficit. En este sentido, parece claro que las consecuencias derivadas de la Ley 14/1985 para los mercados de pagarés del Tesoro y de empresa, señaladas en el apartado II de este trabajo, pudieran facilitar la consecución de este objetivo. Pero, por otro lado, es preciso señalar otro fenómeno que puede reducir la importancia otorgada en el párrafo anterior al mantenimiento del margen entre operaciones activas y pasivas. Se trata de la pérdida de peso relativo del indicador del tipo de interés de los créditos de uno a tres años, frente al volumen creciente de los créditos otorgados en estos años a tipo variable. Es decir, que es probable que este indicador sea sólo representativo del crédito concedido a empresas y particulares con una menor capacidad de maniobra y un mayor grado de riesgo, y con una significación cada vez menor en el conjunto del crédito bancario.

III. EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES REALES ANTES DE IMPUESTOS

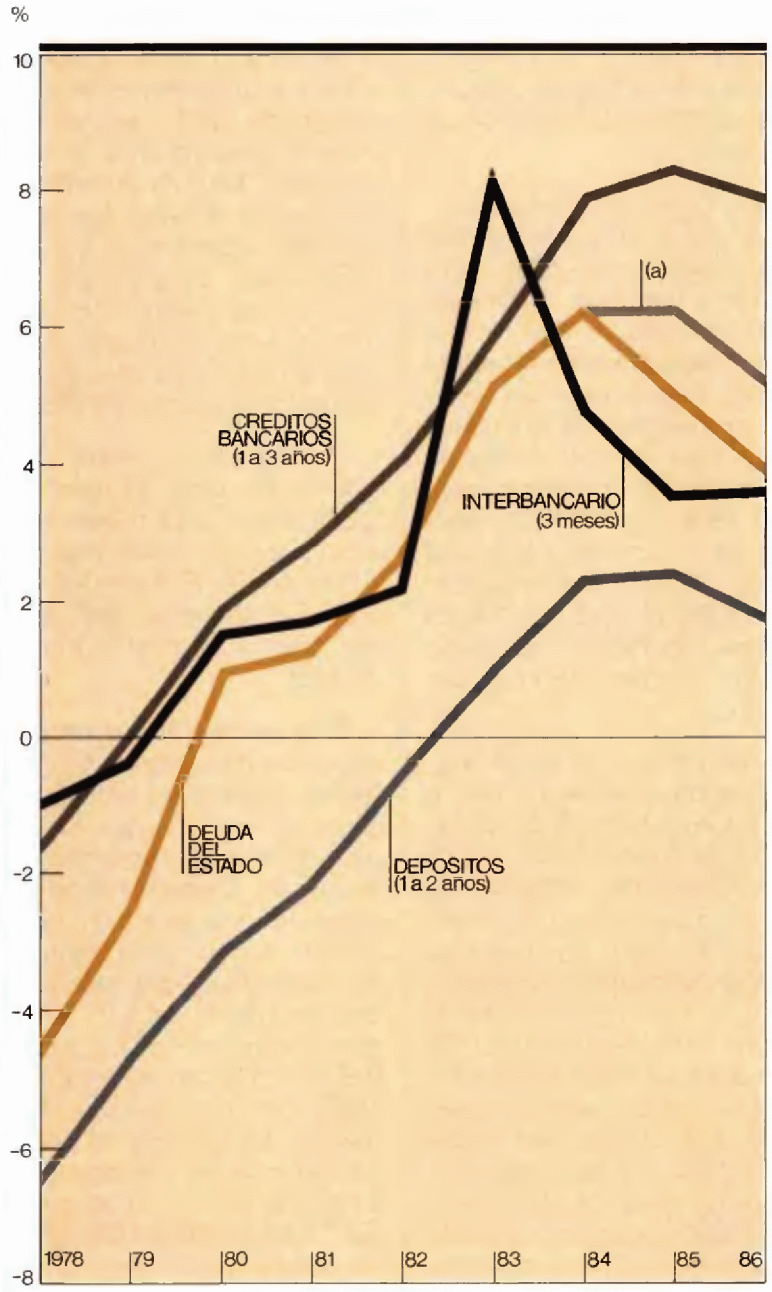
Existe un consenso generalizado de qué son los tipos de interés reales *ex-ante*, es decir, obtenidos como diferencia entre el tipo nominal y la tasa de inflación esperada, los relevantes para la toma de decisiones de los agentes económicos. Sin embargo, las expectativas de evo-

lución de los precios no es una variable observable directamente. En los tipos nominales negociados en los mercados no puede separarse la parte de su variación debida a movimientos en el tipo real y la correspondiente a la inflación esperada y a la prima de riesgo añadida como consecuencia de la posibilidad de no acertar en dicha estimación.

Una alternativa para superar estas dificultades consiste en aceptar el supuesto de que los mercados son eficientes y los agentes aciertan, por lo que se utiliza como aproximación a una medida de la inflación esperada la inflación realmente registrada en el período de estimación. El tipo de interés real obtenido de este modo no es exacto, pero puede ser útil para el análisis y se acepta generalmente como válido (8).

En este trabajo se ha optado por realizar este ajuste descontando de los tipos nominales la tasa media de inflación registrada entre julio del año que se considera y junio del año siguiente (medida como variación del IPC de cada mes respecto a dicho índice doce meses antes) (9). Evidentemente, se trata de una medida arbitraria; los supuestos en los que se basa son: que los agentes económicos están muy influenciados por la inflación presente a la hora de tomar decisiones, y que el plazo de un semestre constituye un período de previsión más allá del cual es difícil que mantengan expectativas firmes respecto de la evolución de los precios. En el caso del interbancario a tres meses, la tasa de inflación descontada es la correspondiente al período que va desde el segundo trimestre del año considerado hasta el primer trimestre del año siguiente.

GRAFICO 2
TIPOS DE INTERESES REALES ANTES DE IMPUESTOS



(a) Eliminando del IPC los efectos del IVA.
Fuente: Cuadro número 5.

Señaladas las limitaciones de esta estimación, y quedando claro que no se trata de un tipo de interés que pueda ofrecerse como el tipo de interés real de mercado, «correctamente» estimado, los datos así obtenidos muestran una clara consolidación en niveles positivos, una vez superado el «bache» de los años setenta. Iniciada la recuperación en 1977, cuando el ritmo de crecimiento de los precios invirtió su tendencia, comenzaron a ser positivos desde 1980 en los mercados monetarios, crediti-

CUADRO N.° 5

TIPOS DE INTERES REALES ANTES DE IMPUESTOS (a)

	1978	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Mercado monetario									
— Interbancario a 3 meses	—0,9	—0,3	1,5	1,7	2,2	8,2	4,3	3,5	3,6
Operaciones bancarias activas y pasivas (b)									
— Preferencial a 1 año	—	—	—	2,4	3,5	5,5	6,6	7,0	6,9
— Créditos 1 a 3 años	—1,6	0,0	1,9	2,9	4,1	5,9	7,9	8,3	7,9
— Depósitos 1 a 2 años ...	—6,5	—4,7	—3,1	—2,1	—0,5	1,0	2,3	2,4	1,8
Mercados de valores									
— Deuda del Estado (c) ...	—4,6	—2,5	1,1	1,3	2,6	5,2	6,3	5,0	3,9
— Obligaciones eléctricas .	—3,6	—1,7	0,0	0,9	4,4	7,2	9,2	7,8	6,3

(a) Estimados por diferencia entre la media anual del tipo nominal y la tasa media de inflación registrada entre julio del año considerado y junio del año siguiente (medida como variación del IPC de cada mes respecto a dicho índice doce meses antes). Las previsiones utilizadas para los seis primeros meses de 1987 suponen un crecimiento de la inflación (media del año, sobre el año anterior) del 5,6 por 100 en el conjunto del año y del 7,5 por 100 para el período de julio de 1986 a junio de 1987. Estos datos no están ajustados del efecto del IVA en 1985 y 1986. Si se tiene en cuenta tal efecto, los tipos reales se elevaron en 1,2 puntos en ambos años.
(b) Tipos correspondientes a operaciones de la banca.
(c) Obtenida a partir del rendimiento interno de títulos con vida media remanente superior a dos años.

cios y de valores y sólo en 1983 en el de depósitos. Este proceso alcanzó su punto más elevado en 1983 en los mercados monetarios (8,2 por 100) (10). En la generalidad de los mercados, la recuperación fue muy intensa hasta 1984, desacelerándose en 1985, año en el que alcanzó su punto más elevado, 8,3 por 100, en el mercado de créditos bancarios (véase el cuadro n.° 5 y el gráfico 2). En 1986, los tipos de interés reales descendieron, excepto en el mercado monetario, en el que ya lo habían hecho en 1984 y 1985, aunque manteniéndose en niveles muy elevados respecto a lo que ha sido su comportamiento histórico.

En el cálculo de los datos anteriores no se ha realizado ningún tipo de ajuste respecto a los efectos del IVA en la evolución de la inflación. Si, por tratarse de un fenómeno transitorio, se piensa que los agentes no lo tomaron en consideración a la hora de efectuar sus inversiones a medio y largo plazo, los tipos reales de 1985 y 1986 se elevarían en 1,2 puntos. Descontando este efecto en el caso de la deuda del Estado, su tipo real se mantuvo en 1985, no iniciando su descenso hasta 1986, al igual que el resto de mercados a medio plazo (véase el gráfico 2).

Los tipos reales de nuestra economía no parecen diferir mucho de los vigentes en el resto de las economías desarrolladas de nuestro entorno (11). Su elevado nivel, relacionado sin duda con la mayor sensibilidad de los ahorradores ante el fenómeno de la inflación, tras la experiencia de los años setenta, y la lenta adaptación a la baja de los tipos nominales, debe estar influenciado, también, por los efectos que se derivan de los elevados déficit públicos a financiar y el consiguiente incremento del endeudamiento público acumulado. Además, los tipos reales obtenidos han sido calculados antes de impuestos y éstos difieren sensiblemente de los tipos de interés *efectivamente* percibidos o pagados una vez considerada la fiscalidad.

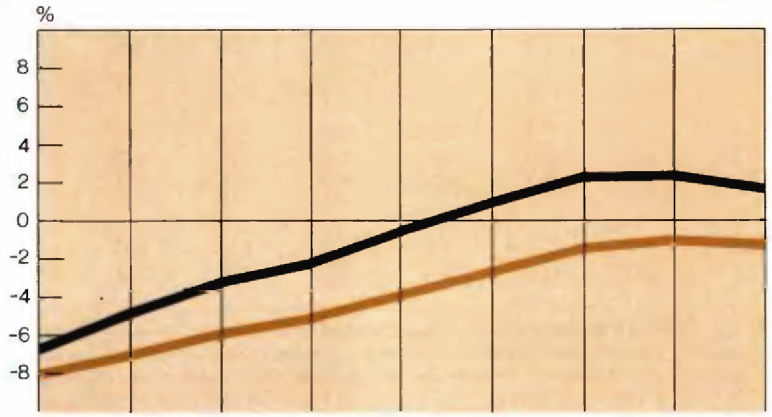
Realizado este ajuste fiscal, el nivel alcanzado por los tipos reales es mucho menos llamativo.

IV. TIPOS DE INTERES REALES DESPUES DE IMPUESTOS

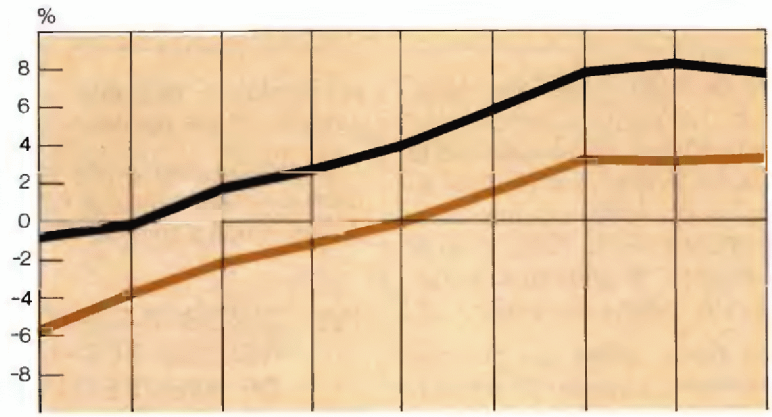
Qué duda cabe de que, si el sistema impositivo afecta en grado diferente a cada agente, la casuística que llevaría aparejada una estimación pormenorizada hace imposible la elaboración de estadísticas que incorporen estos efectos. No obstante, es posible realizar este estudio para situaciones «tipo». Cuando se realiza este análisis, se observa la existencia de una divergencia significativa entre los tipos de interés antes y después de impuestos, que se ha ido agrandando desde 1979. Se contrasta, también, que una parte importante del incremento experimentado por los tipos de interés

GRAFICO 3
TIPOS DE INTERES REALES
ANTES Y DESPUES DE IMPUESTOS

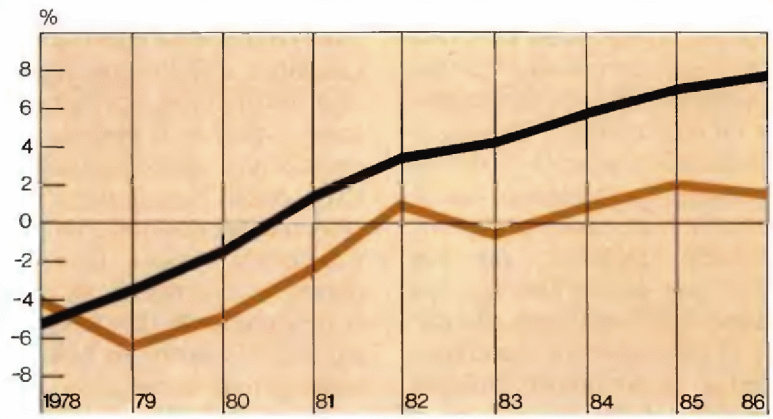
DEPOSITOS BANCARIOS (18 meses)



CREDITOS A EMPRESAS (2 años)



PRESTAMOS HIPOTECARIOS (10 años)



Antes de Impuestos Después de impuestos.
Fuente: Cuadro número 6.

no se ha traducido siempre en un mayor rendimiento para los prestamistas, sino que, en gran parte, ha sido absorbida por la nueva fiscalidad.

Cuanto se está comentando puede observarse fácilmentente considerando el comportamiento de los pagarés del Tesoro, cuyo diferencial con otros tipos de interés de mercados equivalentes puede servir como una medida burda del efecto de la fiscalidad sobre el resto de los tipos de interés (12).

Aquí se aborda el problema desde otro ángulo. Se han seleccionado tres mercados: el de depósitos de uno a dos años, el de créditos de uno a tres años y el de préstamos hipotecarios a diez años, con dos de carencia.

En el primer caso, se analizan los efectos de la fiscalidad en el rendimiento efectivo de un depósito a dieciocho meses para un individuo «tipo» con una base imponible de tres millones de pesetas en 1984. Para determinar el tipo marginal en el IRPF, correspondiente a los años anteriores y posteriores, se ha ajustado dicha base imponible por la variación salarial anual de los convenios colectivos (aunque el supuesto implica que todos los ingresos provienen de rentas del trabajo, ello no invalida el resultado y simplifica los cálculos). Establecidas así las bases imponibles de cada año, queda determinado su tipo marginal en el IRPF, en función de las tarifas vigentes en cada ejercicio.

En el segundo caso, se analizan los efectos fiscales en el coste del crédito a dos años recibido por una empresa con una cuota líquida positiva en el impuesto sobre la renta de sociedades; por ser un gasto deduci-

ble, la empresa podrá reducir el pago del impuesto sobre beneficios por un importe igual a los intereses del crédito por el tipo de gravamen, lo que afectará al coste efectivo del mismo.

En el caso del préstamo hipotecario, se supone que lo percibe una persona física con las características descritas en el primer caso y que, por aplicarlo a la compra de una vivienda, puede deducir los intereses —a su tipo marginal en el IRPF— y desgravar —al tipo vigente en cada momento— las cantidades amortizadas.

En cada uno de los casos se toman en consideración, además, los distintos impuestos o situaciones fiscales (retenciones) que han afectado históricamente a cada uno de estos supuestos (13).

En el cuadro n.° 6 se ofrecen los datos obtenidos de este modo. Como puede observarse, un inversor en depósitos bancarios, con las características citadas anteriormente, no consiguió alcanzar rendimientos positivos, una vez descontados la inflación y los impuestos. Su situación, sin embargo, mejoró extraordinariamente, pues pasó de niveles de rendimiento del —8 por 100 en 1978 a tipos del —1 por 100 (cero si se elimina el efecto IVA) en 1985 y 1986. El coste del crédito a dos años para una empresa, después de decontar la inflación y los impuestos, se sitúa entre el 3 por 100 y el 4 por 100, con un diferencial de unos 4,5 puntos respecto a su consideración antes de impuestos, debido al efecto impositivo. Finalmente, en el caso de un crédito hipotecario, el tipo efectivo en términos reales se situó en torno al 2 por 100 en los dos últimos años.

Aunque se trate de estimaciones que pueden contener algunas imprecisiones, los resultados obtenidos en los anteriores supuestos sirven para situar en un contexto más realista la evolución de los tipos de interés.

V. COMPARACION INTERNACIONAL

Las comparaciones internacionales de la evolución de los tipos de interés hay que abordarlas con precaución, debido a la manifiesta falta de homogeneidad de los datos que se confrontan. Además, si se trata de la comparación de tipos de interés reales, es preciso subrayar aquí lo que se ha indicado en la nota (8) acerca de la evolución del índice de precios a utilizar como deflactor. En años en los que los precios relativos del comercio internacional varían tan significativamente como en 1986 —precios de las materias primas, de la energía, del dólar, etc.—, el IPC puede no constituir el instrumento apropiado para medir correctamente la inflación subyacente. Este indicador recoge el precio de los bienes importados, que sufrieron recortes inesperados y diferentes en los distintos países, dependiendo de la traslación realizada por cada go-

CUADRO N.° 6

ALGUNOS TIPOS DE INTERES REALES ANTES Y DESPUES DE IMPUESTOS (a)

	1978	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986 (a)*
Depósitos bancarios (1 a 2 años)									
— antes de impuestos	—6,5	—4,7	—3,1	—2,1	—0,5	1,0	2,3	2,4	1,7
— después de impuestos ..	—8,0	—7,0	—5,8	—5,0	—3,8	—2,6	—1,4	—1,0	—1,2
Créditos bancarios a empresas (1 a 3 años)									
— antes de impuestos	—0,6	0,0	1,9	2,9	4,1	5,9	7,9	8,3	7,9
— después de impuestos ..	—5,8	—3,9	—2,3	—1,3	—0,2	1,5	3,2	3,1	3,2
Préstamos hipotecarios para vivienda a 10 años (b)									
— antes de impuestos	—5,1	—3,3	—1,4	1,5	3,5	4,3	5,8	7,1	7,8
— después de impuestos ..	—4,2	—6,7	—5,2	—2,6	0,9	—0,5	0,9	2,1	1,7

(a) La inflación media prevista para los doce meses que van desde junio de 1986 a junio de 1987, respecto de los doce meses precedentes, es del 7,5%. Véase la nota (a) del cuadro n.° 5.
(b) El tipo de interés nominal utilizado es una estimación del tipo medio anual aplicado por la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid en operaciones de estas características.
Fuente: Elaboración propia. Véase la metodología y supuestos utilizados en el cálculo en el Anexo al artículo de Eduardo FERNÁNDEZ: «Tipos de interés: algunos problemas de medición» en el *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre 1984.

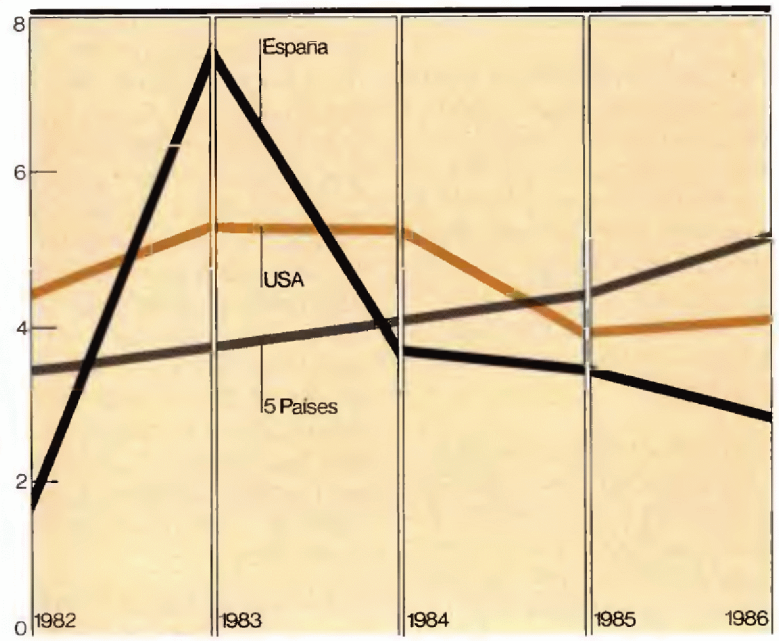
bierno del descenso de los precios del petróleo a los precios finales. En estas circunstancias, deflactores como el del PIB reflejan mejor la inflación subyacente en cada país.

No obstante, y a pesar de estas limitaciones, la información que se ofrece a continuación está referida a los tipos de interés reales antes de impuestos, deflactados por el IPC. Es decir, se han calculado como diferencia entre los tipos nominales y la tasa de variación del IPC en los doce meses precedentes. Están ajustados, pues, por la inflación corriente y se trata, por tanto, de tipos *ex post*. Los cuadros n.ºs 7 y 8 y los gráficos 4 y 5 recogen esta información referida a los mercados que se consideran más relevantes en el corto (mercados interbancarios o de títulos del Estado a tres meses) y en el largo plazo (rendimiento interno al vencimiento de la deuda del Estado) en los países más desarrollados (14).

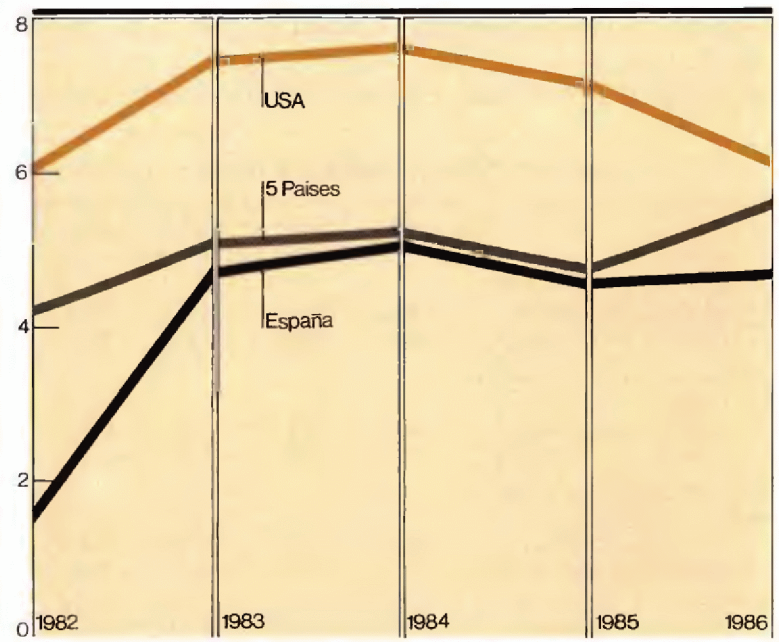
De su comparación se deduce que los tipos de interés reales españoles, así calculados, se han movido generalmente, tanto en el corto como en el largo plazo, por debajo de los de estos países, mostrando, además, una mayor variabilidad. Esta mayor variabilidad ha permitido que los tipos reales a corto plazo hayan superado momentáneamente a los registrados en el exterior en períodos en los que las tensiones de la política monetaria los ha impulsado al alza de modo brusco, dado que su comportamiento depende más de dichas tensiones monetarias que de las expectativas sobre la evolución de la tasa de inflación.

En 1985 y 1986, los tipos de interés reales a corto plazo fluctuaron en España en torno al 3

GRAFICO 4
TIPOS DE INTERES REALES A CORTO PLAZO
(Comparación internacional)



TIPOS DE INTERES REALES A LARGO PLAZO (a)
(Comparación internacional)



(a) Eliminando el efecto IVA
Fuente: Cuadros 7 y 8.

CUADRO N.° 7

TIPOS DE INTERES REALES A CORTO PLAZO (antes de impuestos) (a)
(Comparación internacional)

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
España	1,6	1,8	7,8	3,6	3,4	2,8
USA	3,7	4,4	5,4	5,3	3,9	4,1
Media 6 países (b)	3,0	3,5	3,8	4,1	4,4	5,2
Alemania	5,8	3,6	2,5	3,6	3,3	4,9
Japón	2,5	4,1	4,6	3,8	4,4	3,9
Francia	1,9	2,7	3,0	4,0	4,1	5,2
Italia	2,0	2,9	3,2	4,5	4,7	6,1
Reino Unido	1,2	3,7	5,5	5,0	6,2	7,5

Notas:
(a) Media anual, calculada por diferencia entre el tipo medio nominal y la variación anual del IPC respecto del año anterior. Son, por tanto, tipos *ex-post* antes de impuestos.
(b) Ponderada por el PIB respectivo.
Fuente: Para los tipos de interés nominales: OCDE, *Financial Statistics Monthly* y Banco de España.
Para IPC: OCDE, *Main Economic Indicators* e INE.

CUADRO N.° 8

TIPOS DE INTERES REALES A CORTO PLAZO (antes de impuestos) (a)
(Comparación internacional)

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
España	1,3	1,6	4,8	5,2	4,6	4,7(b)
USA	2,5	6,1	7,6	7,7	7,2	6,2
Media 6 países (c)	3,0	4,3	5,2	5,2	4,8	5,7
Alemania	4,1	3,7	4,8	5,6	4,9	5,4
Japón	3,7	5,2	5,6	4,6	4,3	4,4
Francia	3,1	4,1	4,9	5,7	6,0	6,6
Italia	1,5	3,7	3,6	4,9	4,5	5,6
Reino Unido	1,1	4,3	6,2	5,7	4,5	6,5

Notas:
(a) Media anual, calculada por diferencia entre el tipo medio nominal y la variación anual del IPC respecto del año anterior. Son, por tanto, tipos *ex-post* antes de impuestos.
(b) Ajustado de IVA. La incidencia del IVA se estima en 1,65 puntos en enero de 1986 y en 0,37 y 0,39 puntos en febrero y marzo del mismo año en las tasas t_{12}^{1} del IPC correspondiente a dichos meses. Véase: Antoni España, María Llanos Matea, María Cruz Manzano y Victor Catasús: «La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología», *Boletín Económico* del Banco de España, marzo 1987.
(c) Ponderada por el PIB respectivo.
Fuente: Para los tipos de interés nominales: OCDE, *Financial Statistics Monthly* y Banco de España.
Para IPC: OCDE, *Main Economic Indicators* e INE.

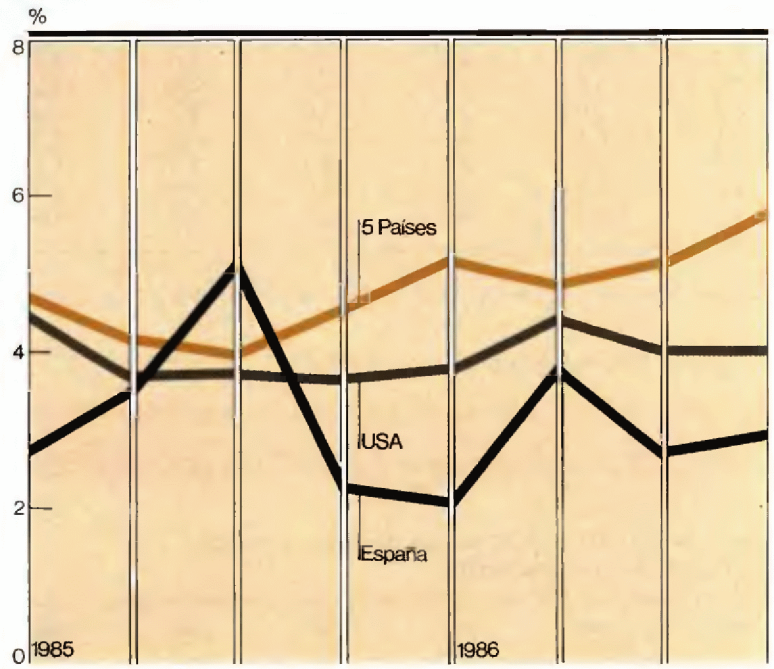
por 100, con un máximo del 5 por 100 en el tercer trimestre de 1985 y un mínimo del 2 por 100 en el primer trimestre de 1986. Durante ese mismo período, los tipos de interés reales a corto plazo se mantuvieron en Estados Unidos en torno al 4 por 100, la media de Alemania, Japón, Francia, Italia y Reino Unido registró una elevación de 1,2 puntos, pasando del 4,6 por 100 al 5,8 por 100, manteniéndose en esos dos años por encima del tipo de interés americano.

Como consecuencia del nuevo proceso alcista de los tipos a corto, registrado en España en los meses de marzo y abril, de nuevo nuestros tipos reales a corto plazo se sitúan, en este período, por encima de los correspondientes a los países industrializados.

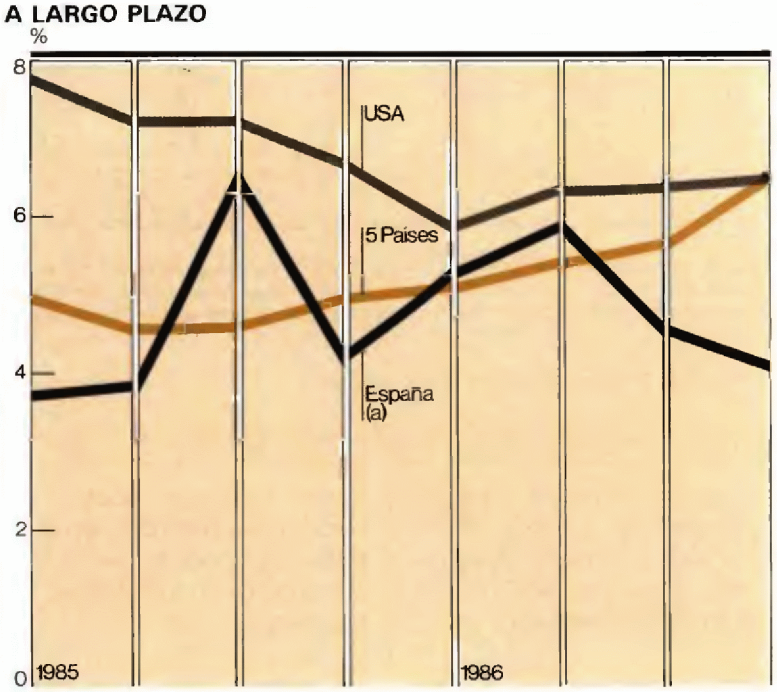
Paralelamente, en el largo plazo, en 1985 y 1986 se produjo una aproximación entre el tipo de interés de Estados Unidos y

GRAFICO 5
TIPOS DE INTERES REALES
(Comparación internacional)

A CORTO PLAZO



A LARGO PLAZO



(a) Eliminando el efecto IVA.
Fuente: Cuadros 9 y 10.

el de los otros países. En Estados Unidos el tipo de interés real a largo plazo, que se situaba, en el primer trimestre de 1985, en torno al 7,8 por 100 —casi tres puntos por encima de la media de los cinco países mencionados— descendió, a lo largo de ese año y en el primer trimestre de 1986, hasta niveles del 5,8 por 100, iniciando a continuación una recuperación que duró el resto del año, al final del cual se elevó hasta el 6,5 por 100. En el resto de países desarrollados incluidos en la media, los tipos de interés reales a largo plazo, que, como se ha dicho, partían en 1985 de un nivel casi tres puntos inferior a los americanos, registraron un acusado incremento desde el cuarto trimestre de ese año, alcanzando el nivel de los de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 1986.

Estos datos reflejan, por un lado, el hecho de que estos países no han querido desarrollar políticas económicas expansivas y, por otro, son resultado, en parte —tal como se han calculado—, de una caída «inesperada» de las tasas de inflación como consecuencia de la reducción de los precios del petróleo, agrandada por el efecto de la depreciación del dólar. Dado que se trata de un efecto «conyuntural», no ha sido recogido en toda su amplitud por los tipos reales, que, en principio, deberán volver a la senda de moderación iniciada en 1985, una vez eliminado de la tasa de variación de los precios este efecto combinado de la caída de los precios de las materias primas y la energía y del dólar.

NOTAS

(1) Como se explicará en el apartado V, estos resultados son, en parte, consecuencia de haber utilizado como deflactor el IPC. La utilización del deflactor del PIB ofrecería, sin duda, tipos reales menos elevados.

(2) Además de las instituciones del sistema bancario, participan en estos mercados las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y las juntas sindicales de agentes de cambio y Bolsa.

(3) Un amplio desarrollo de esta problemática puede consultarse en el trabajo de Beatriz Sanz. «Dificultades y posibilidades...», publicado en este mismo número de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

(4) Estas operaciones se instrumentaron primero con CRM y luego, cuando desaparecieron éstos en 1987, con pagarés del Tesoro.

(5) Esto no quiere decir que no existiese un mercado secundario, sino que los tipos de interés negociados en él incorporaban una serie de sesgos, derivados del privilegio de la pignoración o de la cualidad de ser computables, que distorsionaban su significado.

(6) Este fenómeno no se produce si se analizan los tipos de interés reales y se eliminan los efectos del IVA en la tasa de inflación a descontar de los tipos nominales. (Véanse los cuadros n.° 7 y 8.)

(7) Este fenómeno fue todavía más acusado en el caso de las cajas de ahorros, que partían de tipos activos menos elevados y realizaron un ajuste todavía menos acusado (del 16,7 por 100 al 14,7 por 100 entre diciembre de 1984 y 1986).

(8) Es preciso señalar que los problemas relacionados con el cálculo de los tipos de interés reales no se circunscriben a la disponibilidad de métodos de estimación de la inflación esperada o de alguna aproximación a ésta. Existen otros muchos, como son la elección del deflactor de precios a utilizar y la forma misma de medirlo. Así, el Indice de Precios al Consumo, el de Precios al por Mayor, al de la Formación Bruta de Capital Fijo o el del Producto Interior Bruto, no tienen la misma relevancia, por ejemplo, para los consumidores o para las empresas. En cuanto a la forma de medirlo, la utilización de medias móviles diferentes T^{1}_{12}, T^{12}_{12}, etc., centradas en uno u otro momento, influyen en sus resultados de tal modo que señalan perfiles temporales diferentes, situando los puntos de giro en momentos distintos.

(9) Las previsiones utilizadas para los seis primeros meses de 1987 suponen un crecimiento de la inflación (media del año, sobre el año anterior) del 5,6 por 100 en el conjunto del año y del 7,5 por 100 para el período de julio de 1986 a junio de 1987, sin ajustar el efecto del IVA, y del 6,3 por 100 si se ajusta éste.

(10) En momentos en que las intervenciones de la autoridad monetaria generan una acusada inestabilidad en los mercados a corto, el tipo de interés real no tiene apenas relevancia, ya que son otros motivos, y no la evolución de los precios, los que determinan las decisiones de los agentes que intervienen en estos mercados.

(11) Véase Eduardo FERNANDEZ: «Tipos de interés reales en España y en los siete países más industrializados», PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA n° 24.

(12) Para valorar este efecto sería preciso tomar en consideración las diferentes primas de riesgo que incorporan los tipos de esos otros instrumentos financieros.

(13) Para una información más detallada, véase, Eduardo FERNÁNDEZ, «Tipos de interés: algunos problemas de medición», en *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre de 1984. Las diferencias entre los datos de tipos reales después de impuestos que se ofrecen en aquel trabajo y en éste se deben a que la tasa de inflación descontada allí corresponde a la inflación esperada para el *año siguiente*, medida por la variación del IPC.

(14) En PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA núm. 24, *op. cit.* de Eduardo FERNANDEZ, se aportan datos del período que va desde 1970 hasta mediados de 1985. Las pequeñas diferencias que pueden observarse en los tipos a corto plazo se deben a que, en los casos de Japón y Reino Unido, se utilizaron el *Gensaki* y las letras del Tesoro a tres meses, respectivamente, mientras que aquí se utilizan el *Call money* en el caso de Japón y el interbancario a tres meses en el caso del Reino Unido.

EL MARCO DE LA POLITICA DE TIPO DE CAMBIO EN ESPAÑA

Tanto las variaciones de las reservas de divisas como el tipo de cambio de la peseta tienen la naturaleza de variables monetarias endógenas. Es decir, se mueven en función de los procesos de ajuste que son necesarios para restablecer el equilibrio en el mercado de dinero. El tipo de cambio, el tipo de interés y también los precios relativos de los bienes y servicios en España no pueden permanecer por mucho tiempo a unos niveles inconsistentes con la paridad del poder adquisitivo y la paridad de intereses.
Como se comprueba empíricamente en este artículo de **Vicente Javier Fernández,** los requerimientos del equilibrio en el mercado de dinero y las paridades mencionadas son restricciones efectivas e ineludibles para el diseño de la política macroeconómica en general, y en particular para la política del tipo de cambio. Mientras se mantengan los controles sobre los movimientos de capitales habrá margen para una política de intervención en el mercado de divisas de la peseta. No obstante, se ha de ser consciente de que la eficacia de esta política es sólo temporal.

I. INTRODUCCION

DESDE hace más de diez años, la peseta, así como el resto de las monedas convertibles, se mueve en un marco de flotación intervenida consistente en dejar que el mercado de divisas fije el precio relativo de nuestra moneda en cada momento, aunque este precio no es el de libre mercado, debido a la intervención que sobre él lleva a cabo la autoridad monetaria. Este nuevo régimen supone que la cotización de la peseta haya pasado a ser a la vez un nuevo objetivo y un nuevo instrumento de política económica, al menos a corto y medio plazo.

Al pasar a ser el tipo de cambio, en gran medida, una variable endógena también en el corto plazo, nos interesa precisar las variables fundamentales que determinan su valor y evolución. Una aproximación a este problema ha de distinguir claramente el plazo con referencia al cual estamos hablando. En el corto plazo, la evolución del tipo de cambio está relacionada, sobre todo, con las expectativas de los agentes económicos y con la política de intervención en el mercado de divisas. Estos dos factores son progresivamente menos relevantes para explicar el nivel del tipo de cambio de la peseta a medida que nos alejamos del momento actual. El tipo de cambio en el largo plazo, por ejemplo cinco años, es una variable plenamente endógena determinada por factores económicos fundamentales como los diferenciales en las tasas de expansión monetaria, las demandas relativas de las monedas, los diferenciales de crecimiento económico o la evolución estructural de la balanza por cuenta corriente.

La variación de las reservas internacionales, importante a veces en los últimos años, nos indica que el ajuste de la balanza de pagos es llevado a cabo, de manera combinada, a través del tipo de cambio y de la propia variación en las reservas exteriores. Por lo tanto, nos encontramos en un contexto analítico, que participa de las características de la economía del tipo de cambio fijo, en el que se plantea el problema del ajuste de la balanza de pagos, es decir, de las variaciones de las reservas internacionales: cuando el desajuste persiste y los desequilibrios son fundamentales, es preciso practicar políticas monetarias correctoras y acercar la cotización de la peseta a su valor endógeno de equilibrio. Pero la situación actual también participa de la economía del tipo de cambio flexible, en la que, en teoría, no existe la necesidad de mantener un volumen elevado de reservas en divisas por motivos de precaución, ya que las variaciones en el tipo de cambio ajustarían por sí solas la balanza de pagos.

En el epígrafe II se caracteriza la evolución de la balanza monetaria (reservas exteriores) y de los tipos de cambio en el actual Sistema Monetario Internacional (SMI), frente al SMI de patrón-dolar y tipo de cambio fijo de los años sesenta. Se describe también el comportamiento empírico del tipo de cambio de la peseta en los últimos años.

En el epígrafe III se discuten la naturaleza del problema del ajus-

CUADRO N.° 1

BALANZA CORRIENTE, CREDITO INTERNO, TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS

Correlaciones	*CINTO*	*DC*	*TCEPD*	*TCERPD*	*TIM*
BCC	−0,55	0,67	0,26	0,37	0,26
CINTO	—	−0,51	−0,20	−0,25	−0,17
TCEPD	—	0,46	—	0,97	0,22
IPRPD	—	—	−0,55	−0,36	—

Nota:
1.ª Los puntos sobre las variables indican tasa de variación trimestral respecto al mismo trimestre del año anterior. Muestra efectiva 1978-1984.
2.ª CINTO, es crédito interno total; DC, son divisas convertibles; TCEPD, es el índice del tipo de cambio efectivo frente a países desarrollados; TCERPD, es el índice del tipo de cambio real correspondiente; IPRPD, es el índice de precios relativos España/países desarrollados; y TIM es el tipo de interés interbancario a un mes.
Fuente: Elaboración a partir de los *Boletines Estadísticos* del Banco de España.

te externo en la economía española, desde una perspectiva de análisis económico no estructural, y las medidas de política económica que se emplean para su resolución, entre ellas la política del tipo de cambio.

En el epígrafe IV se ponen de manifiesto la reducción que implica en los márgenes de libertad para la política del tipo de cambio el hecho de nuestra apertura económica al exterior y los determinantes de base del nivel y evolución del tipo de cambio. Por último, se recogen y comentan las conclusiones de un análisis positivo de la política del tipo de cambio de la peseta que en «circunstancias normales» ha puesto en práctica la autoridad monetaria española en los últimos años.

II. SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y FLOTACION INTERVENIDA DE LA PESETA

Casi coincidiendo con la crisis del petróleo, entra en crisis el Sistema Monetario Internacional basado en la utilización del dólar como numerario y, mediante la fijación de la paridad de las distintas monedas respecto a él, basado también en un régimen de tipos de cambio fijo generalizado. Institucionalmente, el Fondo Monetario Internacional (FMI) reconoce la realidad de los hechos sólo a finales de 1976, cuando es aprobada la Segunda Enmienda al Convenio Constitutivo del Fondo (por la primera se crearon los derechos especiales de giro, ante las deficiencias del dólar en su papel como numerario).

En este contexto, el Banco de España se desliga del compromiso de intervenir permanentemente en el mercado de divisas para mantener un tipo de cambio fijo de la peseta. No obstante, no renuncia a seguir ejerciendo una importante influencia sobre la cotización de mercado de la peseta. Para intervenir en el mercado de divisas es preciso mantener un cierto volumen de reservas exteriores, por lo cual el nuevo sistema de tipo de cambio que ha venido funcionando desde 1974 requiere la existencia de un componente en el activo del balance del Banco de España y del sistema crediticio denominado «reservas internacionales», como en el caso del sistema que había venido rigiendo hasta entonces. La demanda de divisas convertibles por el motivo de precaución no desaparece con los tipos de cambio flotantes. Siempre existe, incluso bajo los tipos de cambio flexibles, una cierta demanda de reservas exteriores por el motivo de transacciones, debido a la falta de sincronía entre ingresos y pagos en divisas. Para conseguir el equilibrio externo a corto plazo en el marco de un sistema de tipos de cambio flotantes (flexibilidad supervisada del tipo de cambio), se combinan las variaciones en el tipo de cambio con las variaciones en el nivel de reservas internacionales.

1. Naturaleza y evolución de las reservas internacionales

La variación en las reservas de divisas está relacionada, básicamente, con el comportamiento de los agentes económicos y es una variable endógena que, en horizontes de medio y largo plazo, se sustrae a la voluntad inconsistente de las autoridades.

La variación del volumen de divisas es el resultado de la falta de equilibrio flujo en el mercado de dinero de la peseta. La existencia de un exceso positivo de demanda de dinero por los residentes es debida a que el flujo de demanda deseado (porcentaje en que, en cada período, se desea ajustar la demanda de saldos reales al volumen de oferta monetaria en términos reales) es mayor que el flujo de oferta (1).

Este desequilibrio hace que todas las subbalanzas de la balanza de pagos se «vuelquen» hacia el exterior, acopiando divisas y haciendo que se incrementen las reservas internacionales y mejore la balanza de pagos.

Obsérvense en el cuadro n.° 1 las correlaciones entre el crédito interno, los tipos de interés, la balanza corriente y los tipos de cambio. Si la autoridad monetaria no satisface ese exceso de demanda de dinero, ya incrementando el flujo de oferta monetaria, ya permitiendo que se aprecie la peseta (revalorización de los saldos reales), y, por el contrario, ante el incremento de las reservas exteriores, reduce el crédito interno, los tipos de interés permanecerán altos y las reservas exteriores seguirán acumulándose. Esta política presiona para la apreciación del tipo de cambio.

Tal situación puede ser provocada, y en este sentido la autoridad monetaria española sí influye en el corto plazo sobre la evolución del volumen de reservas exteriores, a través de una significativa reducción en la tasa de expansión monetaria, haciendo que, respecto a la situación de equilibrio de partida en el mercado monetario, se cree un exceso de demanda de dinero. Si las reservas en divisas suben, pero se esteriliza su impacto para no alterar la tasa de expansión monetaria objetivo, reduciendo el crédito interno del sistema monetario, incluso mediante una reducción en el valor del multiplicador bancario en base a un incremento del encaje bancario, no se permite que el propio sistema se ajuste y, al mantenerse o crecer la brecha entre el flujo de oferta y de demanda de dinero, las reservas internacionales seguirán creciendo reflejando las tensiones de liquidez interna. En el cuadro número 1 puede observarse que la correlación entre las variaciones trimestrales en el crédito interno total (CINTO) y las variaciones en el volumen de divisas convertibles (DC) es de —0,51. Con datos mensuales, y para el período 1977 a 1984, tal correlación es de —0,33. Por otra parte, correlacionando CINTO con la serie desfasada uno, dos y tres meses de las variaciones en DC, obtenemos unos valores medios de las correlaciones de —0,30; realizando la operación inversa, el valor medio de las correlaciones es de —0,37. Estos resultados indican una fuerte interacción entre CINTO y DC y una sensibilidad elevada de la evolución de las reservas exteriores al carácter más o menos restrictivo de la política monetaria; el cálculo de las correlaciones realizado sobre tasas de variación de las variables, respecto al mismo período del año anterior, es más fiable que las meras correlaciones entre las series originales, ya que se elimina gran parte de la estacionalidad y tendencia.

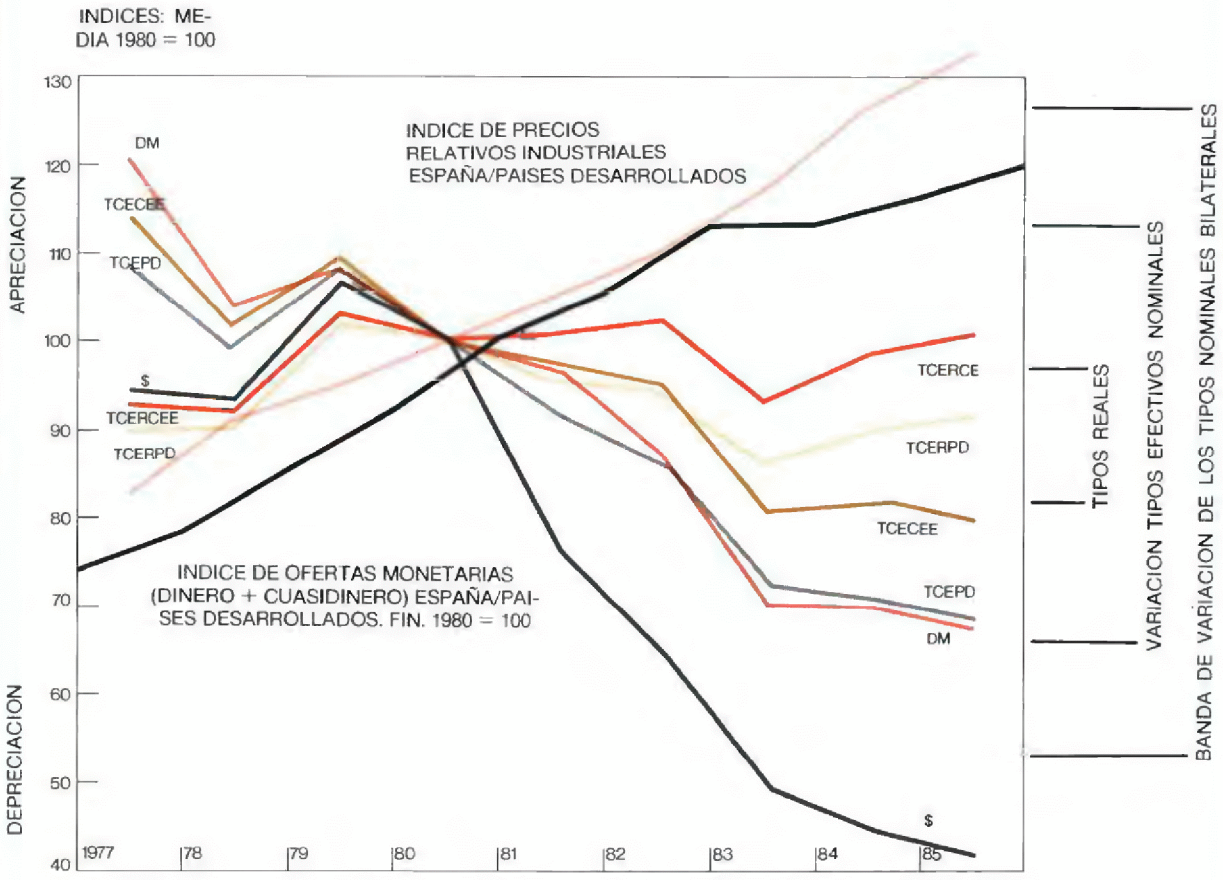
Esta naturaleza de la variable reservas internacionales es permanente, con independencia de que el régimen del tipo de cambio sea fijo o flotante. En este sentido, la demanda de reservas exteriores en España no ha tenido un cambio estructural después de 1974; es decir, los principios que rigen sus fluctuaciones son los mismos antes y después de 1974. Existe una correlación muy alta, 0,67, entre los saldos trimestrales de la balanza por cuenta corriente (BCC) y las variaciones en las reservas exteriores (divisas convertibles) —véase cuadro n.° 1—. Esto quiere decir que el Banco de España absorbe gran parte del impacto de la mejora de la balanza corriente retirando divisas del mercado, en vez de permitir una apreciación del tipo de cambio. En España, la balanza corriente tiene una capacidad explicativa de la evolución de las reservas internacionales y del tipo de cambio mayor que la balanza de capitales, al estar los movimientos de éstos altamente controlados. Este hecho implica que el volumen de divisas que ha de mantenerse por razones de precaución sea también más elevado que en otro caso.

El cuadro n.° 1 nos indica que políticas que tienden a deprimir el gasto interno (reducciones en CINTO) tienden a subir los tipos de interés y a mejorar la balanza corriente; correlaciones negativas de —0,17 y —0,55, respectivamente. Dichas políticas originan también apreciaciones del tipo de cambio de la peseta. Los superávit corrientes, a su vez, originan apreciaciones del tipo de cambio, tanto nominal como real, correlaciones positivas de 0,26 y 0,37. La realización de tests de causalidad pone de manifiesto que, al menos en el corto plazo, son los saldos positivos de la BCC los que «causan» apreciaciones del tipo de cambio (sube el índice), no encontrándose una relación significativa

GRAFICO 1

TIPOS DE CAMBIO, PRECIOS RELATIVOS Y OFERTAS MONETARIAS RELATIVAS

(Medias anuales)



Fuente: Elaboración a partir de los *Boletines Estadísticos* del Banco de España y de los *International Financial Statistics* del Fondo Monetario Internacional.

CUADRO N.° 2

TEORIA CUANTITATIVA EN ESPAÑA Y OTROS PAISES

	España			*USA*	*Alemania*	*Francia*	*Países desarrollados*	
	1960/84	*1970/84*	*1977/84*	*1970/84*	*1970/84*	*1970/84*	*1970/84*	*1977/84*
u + v	16,5	17,8	17,3	9,5	7,7	12,5	10,8	10,2
π + g	16,0	17,2	17,1	9,4	7,3	12,7	10,6	9,9
Desviación	0,5	0,6	0,2	0,1	0,4	0,2	0,2	0,3

Nota: La teoría cuantitativa puede expresarse en tasas de variación como: $\mu + v = \pi + g$, donde μ, es la expansión monetaria (dinero más cuasi-dinero), v es la velocidad renta de la oferta monetaria; π es la inflación medida por el deflactor del PIB; y, g, es el crecimiento del PIB.

Fuente: Elaboración a partir de los *International Financial Statistics* del Fondo Monetario Internacional.

entre depreciaciones del tipo de cambio y mejoras de la balanza corriente. Si se realiza un ejercicio de influencia temporal semejante al realizado entre CINTO y DC, se observa que las correlaciones entre la serie mensual BCC y las series desfasadas de los tipos de cambio mencionados son cercanas a cero, mientras que los resultados de la operación inversa, correlaciones positivas del orden de 0,30, indican que los déficit de la BCC «causan» depreciaciones de los tipos de cambio.

2. Naturaleza y evolución del tipo de cambio de la peseta

El tipo de cambio de la peseta, que es también, como el volumen de reservas de divisas, una variable esencialmente monetaria y endógena, al ser el precio relativo de dos monedas, adquiere diferentes valores en el corto plazo en función del tipo de intervención que se realice en el mercado de divisas de la peseta y de la importancia que los agentes económicos actuantes en el mercado den a la naturaleza de tal intervención y a los acontecimientos futuros esperados, y, sobre todo, no esperados, de todo tipo (políticos, sociales, económicos, etc). El tipo de cambio es el precio de un activo, la peseta, y por lo tanto su valor presente no sólo depende del valor de las variables económicas fundamentales, sino que descuenta el conjunto de factores exógenos monetarios y reales futuros esperados: sus variaciones día a día o semana a semana, imprevisibles y de apreciable magnitud, reflejan el efecto sobre los agentes económicos de acontecimientos no previstos que se producen entre hoy y el futuro.

Esta caracterización de la evolución de la peseta en el corto plazo es bastante apropiada para el tipo de cambio peseta/dólar a partir de 1979 (2). En efecto, desde entonces y hasta la actualidad, el Banco de España trata de que la peseta siga a la cotización de la Unidad de Cuenta Europea (ECU), dejando que la cotización peseta/dólar sea más cercana a su valor de mercado en cada momento. Compruébese en el gráfico 1 cómo el tipo de cambio efectivo de la peseta frente a la CEE es el tipo efectivo que menos fluctúa en media anual (también mes a mes) de los tres tipos efectivos definidos, y cómo el dólar permanece estable antes de 1980, pero luego se deprecia fuertemente (con amplias fluctuaciones mensuales, y trimestrales) (véase gráfico 3).

Hasta 1979 el objetivo de tipo de cambio se centraba en el seguimiento de la evolución del tipo de cambio efectivo (tipo multilateral que mide el valor nominal global de la peseta) frente a los países desarrollados, desempeñando la cotización de la peseta respecto al dólar un papel muy importante para justificar la intervención en el mercado de divisas.

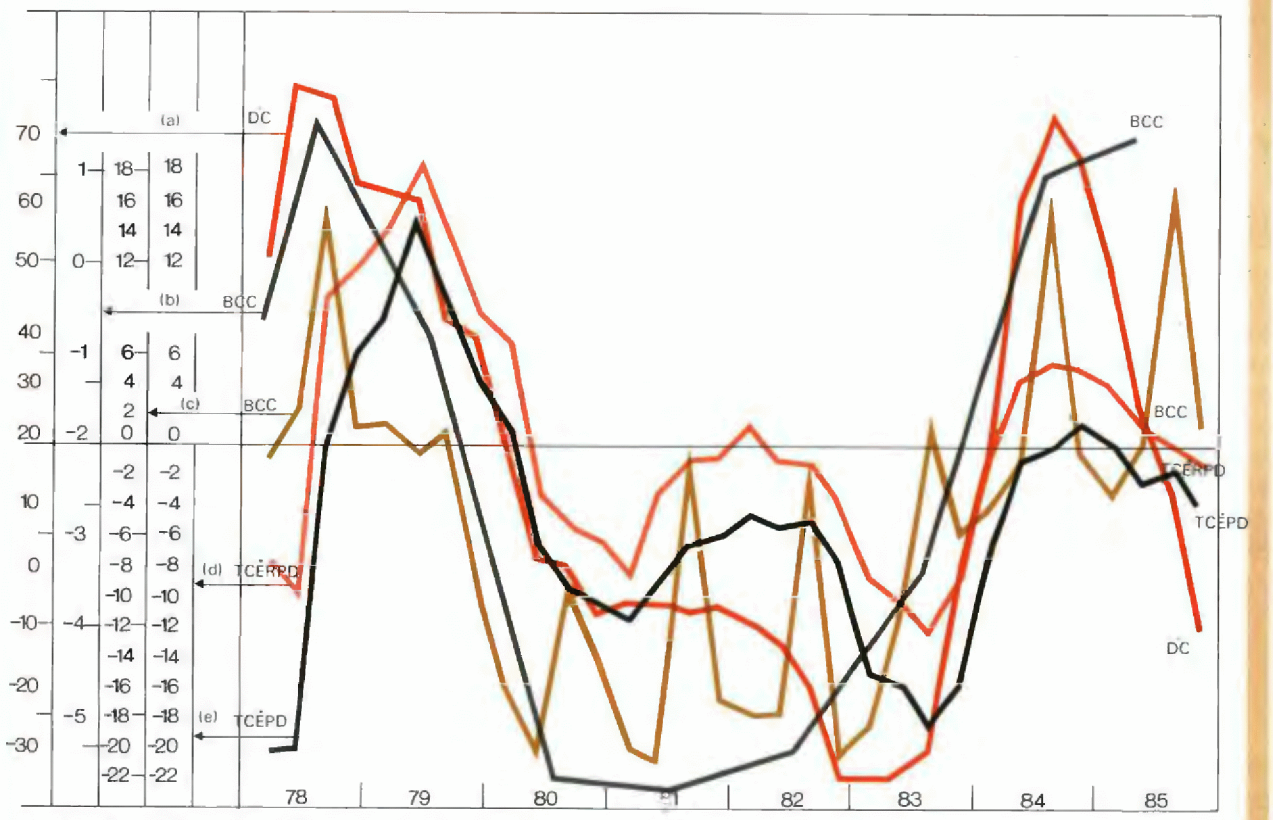
El gráfico 1 refleja las características más significativas de la evolución del tipo de cambio de la peseta, tanto en sus valores efectivos (valor global frente a un conjunto de monedas, que es el tipo efectivo real si tal valor se deflacta por el índice de precios relativos correspondiente) como en su cotización bilateral respecto a un conjunto de monedas seleccionadas, en especial el dólar. Se pasa a considerar en los párrafos siguientes las características empíricas más relevantes de la evolución de la peseta.

En primer lugar, puede observarse que, en general, los distintos tipos efectivos nominales tienen una pauta de movimientos

GRAFICO 2

BALANZA CORRIENTE, DIVISAS CONVERTIBLES Y TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS

(Saldos o variaciones trimestrales)



(a) % Variación S/. mismo trimestre del año anterior (MTAA).
(b) Saldo anual BCC en miles de millones de dólares.
(c) Saldo trimestral BCC centenares de millones de dólares.
(d) % Δ S/. MTAA.
(e) % Δ S/. MTAA.

Fuente: Elaborado a partir de los datos de los *Boletines Estadísticos* del Banco de España.

más suaves que los tipos bilaterales, ya que la peseta puede estar revaluándose respecto a una moneda pero devaluándose respecto a otra. Los tipos efectivos reales tienen una amplitud de movimientos menor, su índice varía menos que cualquiera de los otros, ya que los índices de precios relativos pueden compensar parte de los movimientos de los tipos nominales.

Los cambios mensuales en el tipo de cambio bilateral peseta/dólar, son a menudo bastante grandes y siguen un proceso de paseo aleatorio, y, por lo tanto, impredecible. En este marco, la mejor predicción de cuál será el tipo de cambio de la peseta mañana es, quizás, la de suponer que es el de hoy, añadiendo una pequeña prima de depreciación en función de nuestras más elevadas tasas seculares de expansión monetaria. Los tipos efectivos registran también cambios apreciables mes a mes aunque de menor magnitud. Las variaciones trimestrales, tanto del tipo peseta/dólar (gráfico 3) como de los tipos efectivos, nominales y reales (gráfico 2), son también considerables.

Segundo, existe una alta correlación, 0,97, entre las variaciones de los tipos nominales y reales en el corto plazo, al estar los precios relativos de los bienes en gran medida predetermi-

nados. Este hecho es notorio en los momentos de las depreciaciones nominales bruscas (obsérvese el gráfico 2). No obstante ser grandes a corto plazo las variaciones en el tipo de cambio efectivo real de la peseta, en el largo plazo el tipo real ronda un valor de equilibrio a largo plazo difícil de precisar, pero que está en un índice cercano a 90 para el TCERPD. Este índice, como media de la competitividad de la economía española a corto plazo, es un objetivo de la política del tipo de cambio de la peseta. Sin embargo, al ser tanto los precios de los bienes como el tipo de cambio nominal variables endógenas, el tipo real es también una variable endógena que adquiere su valor, con independencia de sus manipulaciones conyunturales, en base al valor de sus variables fundamentales determinantes, tasa de expansión monetaria y evolución de la balanza corriente.

Desde luego de la paridad del poder adquisitivo que relaciona precios nacionales y extranjeros con el tipo de cambio en su versión absoluta, $P = P^* \cdot TC$, no se cumple en el corto plazo, el tipo de cambio real no permanece constante, existiendo apreciables desviaciones anuales. La versión relativa (tomando logaritmos y diferenciando en la anterior expresión) tiende a cumplirse para períodos largos 1970/84 (véase cuadro n.º 3), pero no año a año, como puede constatarse en el cuadro n.º 4.

En el cuadro n.º 3, se tabulan otros indicadores, además de $\pi - \pi^*$ (diferencial de inflación), para evaluar la depreciación de la peseta. Las depreciaciones bilaterales de la peseta se ajustan bastante a la combinación de las variables fundamentales que surgen de la teoría cuantitativa (que se cumple casi con matemática exactitud, cuadro n.º 2) y de la paridad del poder adquisitivo. La depreciaciones efectivas de la peseta se quedan cortas; sin embargo, este resultado puede explicarse en parte en base a las distintas ponderaciones de los países realizadas por el Banco de España para el TCEPD y por el FMI para el resto de variables extranjeras.

La correlación entre las variaciones en el tipo de cambio y los precios es escasa en el corto plazo, en función de la distinta velocidad de ajuste de los mercados, más rápida en los mercados financieros y más lenta en los mercados de bienes, aunque en el largo plazo tiende a cumplirse la teoría cuantitativa y la paridad del poder adquisitivo, reflejando tanto el tipo de cambio como los precios su endogeneidad. Visualmente puede apreciarse en el gráfico 1 la tijera abierta que constituyen, por una parte, los incrementos del índice de ofertas monetarias relativas y precios relativos frente a los países desarrollados, y la otra hoja de la tijera constituida por la línea de depreciación del TCEPD.

No obstante, obsérvese en el cuadro n.º 1 la correlación trimestral entre las variaciones de un índice de precios relativos de bienes industriales (casi todos comerciados) IPRPD y TCEPD.

CUADRO N.º 3

PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO Y OTRAS MEDIDAS DE LA EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO

	Tipo bilateral frente al dolar USA			*Tipo frente al marco alemán*	*Tipo frente al franco francés*	*Tipo efectivo frente a los países desarrollados*	
	1960/84	*1963/84*	*1970/84*	*1970/84*	*1970/84*	*1970/84*	*1977/84*
$\pi - \pi^*$	6,2	6,9	7,3	9,0	8,8	6,4	8,2
TC	5,1	5,1	6,5	8,2	5,2	3,5	6,1
$\mu - \mu^* + v - v^* + g^* - g$	5,2	5,2	7,8	9,2	5,0	6,7	8,1
$\mu - \mu^* + v - v^*$	6,9	5,4	8,2	10,0	5,2	7,3	7,1
$\mu - \mu^*$	8,3	7,4	9,1	10,0	5,1	7,1	6,4

Notas:

1.ª TC el la tasa de depreciación media del período y tipo de cambio correspondiente. El resto de las variables se definen como en el cuadro n.º 2. El asterisco significa variable extranjera.

2.ª La paridad del poder adquisitivo en términos de tasas puede escribirse: $TC = \pi - \pi^*$. Combinando esta expresión con las ecuaciones de la teoría cuantitativa de España y el extranjero se tiene: $TC = \mu - \mu^* + v - v^* + g^* - g$. Por último, el modelo monetario de determinación del tipo de cambio nos permite escribir en tasas de variación: $TC = (\mu - \mu^*) + (v - v^*)$, ya que: $TC = M/M^* \cdot L^*/L$, donde el primer factor es la oferta monetaria relativa, y el segundo la demanda de dinero relativa.

Fuentes: Cálculo de las medias de las tasas de variación de los tipos de cambio a partir de los tipos bilaterales y efectivos de los *Boletines Estadísticos* del Banco de España. Para el resto de las variables: *International Financial Statistics* del Fondo Monetario Internacional.

Esta correlación tiene un valor de −0,55. Con datos mensuales, la correlación es de −0,62 para el período 1977-84. Se ha comprobado la inexistencia de una relación causal dominante unidireccional entre estas variables. Se puede concluir, pues, que existe una fuerte interacción entre las variaciones en el valor de la peseta y la evolución de los precios relativos, pero no es cierto que depreciaciones de la peseta «causan» inflación; la inflación es esencialmente un fenómento monetario, y el elemento básico que determina el nivel de las variables monetarias es la expansión de la oferta monetaria. Cuanto más monetizada está una economía, y la española ha estado siempre altamente monetizada (obsérvese en los cuadros núms. 2 y 3 los valores de μ, μ^* y de $\mu-\mu^*$), menor ilusión monetaria padecen los agentes económicos y más alta será la correlación entre precios y tipo de cambio.

En tercer lugar, el tipo de cambio al contado S_t y a futuros F_t (tipo de cambio que indica hoy el precio al que se entregarán divisas mañana), se mueven conjuntamente, sobre todo cuando las variaciones en el tipo al contado son grandes. La paridad de intereses cubierta (véase cuadro n.° 4)

$$i-i^* = \frac{F_{t,3}-S_t}{S_t} = \delta,$$

tiende a cumplirse a partir de 1981, aunque este hecho no quiere decir, como es obvio, que exista plena movilidad de capitales (esta conexión suele realizarse en los modelos teóricos de determinación del tipo de cambio). De hecho, a falta de un mercado a futuros suficientemente articulado, las autoridades económicas fijan el tipo a futuros despejándolo en la fórmula anterior, reconociendo la fuerte imbricación de nuestro mercado financiero con el internacional, a pesar de las restricciones impuestas a los movimientos de capitales.

El tipo a futuros de la peseta no es muy útil en la práctica, como no lo es el tipo al contado, para predecir el tipo de cambio futuro (véase gráfico 3). Si $F_{t,3}$ acertara a predecir S_{t+3} la línea $S_{t+3}-F_{t,3}$ coincidiría con el eje cero. Esto no es así y los errores de predicción de $F_{t,3}$ son muy grandes. $F_{t,3}-S_t$, es el cambio predicho (esperado) por el mercado entre hoy y t + 3 (tres meses) dada la información en t. $S_{t+3}-S_t$ es la variación que se produce en la realidad, que, puede observarse, no sigue una pauta y es imprevisible. La diferencia $S_{t+3}-F_{t,3}$ es la variación no prevista por el mercado de divisas, y que se debe, en terminología del enfoque del tipo de cambio como precio de un activo, a las nuevas noticias que no pueden ser descontadas hoy por $F_{t,3}$ aunque el mercado sea eficiente. Realizando unos simples cálculos, se llega a los resultados de que: el signo de $(F_{t,3}-S_t)$ y de $(S_{t+3}-S_t)$ sólo coincide en un 66 por 100 de los meses, y que la variación predicha $(F_{t,3}-S_t)$ es en media (período 1978-85) un 24 por 100 de la real $(S_{t+3}-S_t)$.

Cuarto, el dato de que la peseta está persistentemente a descuento ($\delta>0$), compruébese en el cuadro n.° 4, determina que el tipo de cambio nominal tienda de hecho a despreciarse; el diferencial de intereses suele ser positivo «a favor» de España en tal circunstancia. Lo dicho en los dos últimos párrafos nos está mostrando simplemente que, al ser nuestra tasa relativa de expansión monetaria más alta, y estar nuestra economía altamente monetizada en términos relativos, el tipo de cambio ha de depreciarse a lo largo del tiempo, como se vio en el gráfico 1 y cuadro n.° 3, al ser su valor un reflejo de la demanda flujo y la oferta flujo relativas de pesetas, o mejor de activos denominados en pesetas (medida $\mu-\mu^*+v-v^*$ en el cuadro n.° 3).

En economías con altas tasas seculares de expansión monetaria, la evolución de los tipos de interés se ve influida, preponderantemente, también en el corto y medio plazo, por el componente expectativas inflacionistas. Considérese el cuadro n.° 4. La ecuación de Fisher nos dice que $i=r+\pi^e$, luego $r=i-\pi^e$ es el tipo de interés real, no observable, como tampoco lo es π^e. Aproximemos $\pi^e \simeq \pi$. Entonces observamos cómo $r=i-\pi$ es siempre inferior en al menos ocho puntos al tipo nominal; compárese este dato con el de EE. UU.

La igualdad entre $i-i^*$ y $\pi^e-\pi^{*e}$, (e significa esperada), no se cumple en el caso de España trimestre a trimestre o mes a mes. Parecía lógico esperar este resultado, dadas las restricciones institucionales a la movilidad de capitales. Por lo tanto, al no cumplirse la paridad de intereses descubierta en el corto plazo, los activos rentables denominados en pesetas no son perfectos sustitutos de los activos denominados en otras monedas y existe, pues, un margen para que sea efectiva la política de esterilización que se define en el último epígrafe. Tampoco el diferencial de intereses nos indica con precisión la medida en que anualmente se deprecia en media la peseta respecto al dólar (véase de nuevo el cuadro n.° 4).

Ahora bien, a las afirmaciones

CUADRO N.° 4

PARIDADES DE INTERESES (PESETA RESPECTO AL DOLAR)

	1977	*1978*	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
$i - i^*$	9,5	10,0	3,5	2,2	−0,5	3,2	10,7	4,2	4,0
δ	12,0	6,6	5,8	7,0	1,1	4,2	11,1	4,5	4,3
$\pi - \pi$	18,0	12,2	4,4	2,1	4,2	8,2	9,0	6,9	4,5
$i - \pi = r$	−9,0	−0,1	−0,2	1,1	1,6	1,9	7,8	3,7	3,6
$i^* - \pi^* = r^*$	−0,5	1,1	0,6	0,9	6,1	6,9	6,2	6,5	4,1
i	15,5	19,7	15,5	16,5	16,2	16,3	20,0	14,9	12,2
i^*	6,0	8,7	11,9	14,4	16,5	13,1	9,4	10,8	8,2
π	24,5	19,8	15,7	15,6	14,6	14,4	12,2	11,2	8,6
π^*	6,5	7,6	11,3	13,5	10,4	6,2	3,2	4,3	4,1
TC	13,5	0,9	−12,4	6,8	28,7	19,0	30,5	12,0	5,7

Notas:

1.ª La expresión $i - i^*$ es la diferencia entre el tipo de interés del mercado interbancario a tres meses y el tipo del eurodólar.

$$\delta = \frac{F_{t,3} - S_t}{St} \cdot 4$$

donde $F_{t,3}$ es el tipo a futuros (tres meses), y S_t es el tipo *spot*. r, es la variación anual del índice de precios al consumo. $\dot{TC}$ es la variación anual del tipo de cambio pts/dólar.

2.ª La paridad cubierta de intereses dice que $i - i^* = \delta$, y la descubierta que $i - i^* = (\dot{TC})^e$ donde e, significa esperada. Si $(\dot{TC})^e = \pi - \pi^*$, entonces los tipos de interés reales (no observables) se igualarían $r = r^*$.

Fuentes: Elaboración a partir de los *International Financial Statistics*, Fondo Monetario Internacional, para r, r*. Para el resto de las variables, elaboración a partir de los *Boletines Estadísticos* y *Económicos* del Banco de España.

anteriores hay que realizar dos precisiones: primera, se ha comprobado empíricamente una correlación positiva entre el tipo de interés a corto plazo y las variaciones del TCEPD (véase cuadro número 1). Al tener el Banco de España un objetivo monetario de tipo cuantitativo, el tipo de interés es endógeno, lo que no quiere decir que no pueda ser manipulado en el corto plazo; de hecho, subidas del tipo de interés han tratado de mejorar la balanza de pagos e indirectamente han apreciado el tipo de cambio.

La segunda precisión, consiste en señalar que el dato de que en los períodos 1978-80 y 1983-85 los rendimientos reales en pesetas y en dólares tiendan a igualarse ($r \simeq r^*$), es una nueva constatación de la incardinación, por la vía de los hechos, de nuestro mercado financiero con los mercados financieros internacionales, a pesar de las cortapisas a los movimientos libres de capitales.

Por último, y como ya se ha mencionado, los déficit elevados y persistentes de la balanza por cuenta corriente tienden a depreciar tanto el tipo de cambio nominal como el real, sucediendo lo contrario con los superávit (véase el gráfico 2); mientras que los saldos trimestrales de BCC son negativos, las variaciones en el TCEPD y en el TCERD también lo son (la peseta se deprecia).

Obsérvese también cómo la línea en forma de uve de los saldos anuales de la balanza corriente es la línea de referencia de la evolución del resto de las variables. También los diferenciales ($i - i^*$) anuales representados en el gráfico 2 formarían una línea en uve similar, obsérvense estos valores en el cuadro n.° 4, señalando la conexión $i - i^*$ más bajos déficit de la BCC, descenso de las DC y depreciaciones del TCEPD y TCERPD.

III. EL PROBLEMA DEL AJUSTE EXTERNO Y EL TIPO DE CAMBIO

Este problema consiste, básicamente, en determinar las causas de los déficit de la balanza corriente y en tomar las medidas oportunas para eliminarlos (3). Bajo esta perspectiva, se trata de observar en qué medida el gasto en la compra de bienes y servicios extranjeros supera a la generación de renta que se deriva de la producción para la venta de bienes y servicios a los no residentes, considerando también la capacidad de gasto extra que puedan otorgarnos los saldos positivos de la balanza de transferencias. Un déficit de la balanza corriente supone que

nos estamos excediendo en nuestro gasto, no liberando suficientes recursos para la generación de renta y capacidad de compra correspondiente. Ante un déficit de la balanza corriente, nuestra posición como prestatarios se incrementa. Si la peseta fluctuara libremente, un déficit de la balanza corriente implicaría un superávit de la balanza de capitales por aproximadamente el mismo monto. Es decir, incrementaríamos nuestra posición deudora, o, en su caso, reduciríamos nuestra posición acreedora; pero la balanza de pagos estaría en equilibrio, no habría variación de las reservas internacionales.

Por el contrario, si debemos mantener divisas convertibles por razones de precaución, al no estar en un régimen de tipo de cambio flexible, tenemos los siguientes casos posibles: 1.°) la balanza de capital tiene superávit; entonces la evolución de las reservas depende del valor absoluto del déficit de la balanza corriente en comparación con el superávit de la balanza de capital, pudiendo las reservas aumentar, disminuir o no variar; 2.°) la balanza de capital está equilibrada; entonces la variación de las reservas es negativa, y por el mismo montante que el déficit de la balanza corriente; y 3.°) la balanza de capital tiene un saldo negativo que se acumula al saldo negativo de la balanza corriente; entonces las reservas descienden con rapidez. En la medida en que permitamos que el tipo de cambio se vaya depreciando en función de los défict acumulados corrientes, realizamos el ajuste externo sin tener que recurrir a un descenso tan pronunciado del volumen de divisas acumulado.

La balanza corriente, en los últimos nueve años, ha sido superavitaria en tres ocasiones y deficitaria en seis, como puede apreciarse en el cuadro n.° 5. La balanza de capital ha sido superavitaria siempre, excepto en 1985, debido, en gran medida, a las facilidades para las entradas de capital, no ya de inversiones extranjeras, sino también de créditos exteriores que financian el déficit corriente, y a las numerosas trabas a las salidas de capitales. Cuando, dada la evolución de las inversiones extranjeras, se financia la evolución negativa de la balanza corriente con endeudamiento externo, se mantiene, e incluso se incrementa, el volumen de divisas, años 1977 y 1979, pero cuando el déficit de la balanza corriente se incrementa y persiste, años 1980-81-82, la acumulación de deuda externa no es suficiente, acumulación que, por otra parte, tiene sus límites (4). Entonces el nivel de divisas desciende rápidamente, primeros meses de 1977 y a lo largo del año 1982, con lo que se hace inaplazable eliminar el exceso de oferta flujo de dinero permitiendo la depreciación brusca del tipo de cambio y reduciendo la tasa de expansión monetaria (medidas indirectas, como la reducción del déficit público, que posibiliten que las dos medidas anteriores puedan articularse y persistir, suelen ser inevitables).

La política seguida a partir de la segunda crisis del petróleo, mediados de 1979, ha sido la de ir aguantando con el déficit corriente, evitando que el tipo de cambio de la peseta se depreciara de forma significativa, y para ello se recurría al endeudamiento externo y a la reducción del nivel de divisas convertibles. Al depender el deseo de endeudamiento externo de un comportamiento racional de los residentes, a veces la política de endeudamiento externo ha sido contradictoria con la política monetaria. Por ejemplo, tanto en el primer semestre de 1984 como en el de 1979 existía una política monetaria que evitaba satisfacer el exceso de demanda de liquidez flujo de la economía. En este contexto, la autoridad económica pasó a gravar con impuestos y trabas de diversa índole el hecho lógico y consecuente de querer financiarse en el extranjero, no aceptando, por otra parte, que el tipo de cambio de la peseta se apreciara lo suficiente como para que se incrementaran los saldos reales en dinero, satisfaciendo así la demanda deseada de liquidez. Entonces los tipos de interés nominales se elevaron, fundamentalmente por su componente real (5). Por el contrario, en períodos en que se deseaba mantener a la peseta sobrevaluada se fomentaba el endeudamiento externo a la vez que se llevaba a cabo una política monetaria acomodaticia, y los agentes económicos tenían expectativas de depreciación de la peseta. Esto sucedía en los períodos anteriores a finales de 1982, cuando la financiación del déficit corriente con deuda externa era cada vez más difícil y costoso.

La paradoja frecuente en la economía española consistente en encontrar la combinación de superávit de la balanza corriente y de la balanza de capital coexistiendo durante cierto tiempo (generamos ahorro neto y a la vez nos endeudamos, incrementando de forma innecesaria nuestra cuenta corriente en divisas), se debe a los controles de cambios y a la regulación de la peseta, pero la última causa es

la perpetuación del desequilibrio monetario interno.

En otras ocasiones, períodos anteriores a los planes de saneamiento de 1977 y 1982/83, el exceso de flujo de oferta de dinero hace que ya no sea posible seguir financiando el déficit corriente mediante endeudamiento externo, el volumen de reservas desciende rápidamente, la peseta pasa a ser presionada con fuerza a la baja, y, finalmente, hay que atacar las causas últimas del déficit de la cuenta corriente. Las causas del déficit corriente se pueden resumir en unos volúmenes excesivos de consumo público y privado, al estar la inversión estancada en los últimos años. La solución para reducir esta absorción interna, que no está en línea con el incremento de la producción de bienes y servicios, consiste en reducir la tasa de expansión monetaria, medida que se verá facilitada si se reduce el déficit público. Por otra parte, es preciso dar un valor real a la peseta, que ha venido estando sobrevaluada. De hecho, la devaluación de la peseta va a veces más allá del reconocimiento de su sobrevalor, utilizándola así como un instrumento que, en el corto plazo, ayuda a la política monetaria restrictiva a equilibrar el mercado de dinero e incluso a generar un exceso de demanda de saldos reales. Por otra parte, al estar los precios predeterminados a corto plazo, la devaluación nominal implica una devaluación del tipo real que, apoyada por la política monetaria restrictiva, puede influir temporalmente sobre los saldos de la balanza corriente. Estos son los principios que gobernaron los ajustes llevados a cabo a mediados de 1977 y por el gobierno socialista a partir de finales de 1982. Posteriormente la balanza corriente mejora, sube el nivel de divisas convertibles y se aprecia el tipo de cambio. Compruébese la evolución de las variables en las direcciones descritas en el gráfico 2 (6).

Afortunadamente, España no se ha visto nunca inmersa en el caso consistente en la combinación de una incapacidad manifiesta del sistema productivo, y/o una política macroeconómica insuficientemente disciplinada, para generar superavit corrientes y una situación apremiante de devolución del principal de la deuda y pago de los intereses sin posibilidad de recurrir a nuevos endeudamientos externos. La persistencia de una situación de estas características ha llevado a la quiebra financiera a algunos países latinoamericanos.

La evolución más reciente en España de las variables en cuestión, representadas en el gráfico 2 y cuadro n.° 5, ofrece peculiaridades nuevas y puede ser descrita de la manera siguiente: el superávit de la balanza corriente

CUADRO N.° 5

BALANZA DE PAGOS (SALDOS REGISTRO DE CAJA EN MILLONES DE DOLARES)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Balanza comercial	−6.954	−3.970	−7.352	−12.767	−11.346	−10.509	−8.506	−4.698	−5.880
Balanza de servicios	2.846	4.308	5.168	4.914	3.791	3.512	3.894	4.998	6.323
Balanza de transferencias	1.141	1.451	1.514	2.074	1.688	1.576	1.174	796	1.142
Balanza por cuenta corriente	−2.965	1.789	−670	−5.778	−5.866	−5.420	−3.437	1.096	1.585
Balanza de capital no monetario	3.386	1.600	2.913	4.200	4.945	2.676	2.986	3.060	−1.781
Variación de la deuda exterior a amortizar	3.885	2.299	2.072	4.222	3.486	1.567	690	115	−1.018
Variación de las reservas internacionales del Banco de España	1.145	3.839	3.440	−725	−778	−3.334	−320	4.486	−1.912
Saldos de las instituciones bancarias privadas	852	450	1.495	1.020	645	53	452	1.228	−1.939
Balanza monetaria (variación de las reservas exteriores totales)	1.180	3.884	3.101	−758	−756	−3.120	−301	4.559	−1.304
Pro-memoria i − i*	9,5	10,0	3,5	2,2	−0,5	3,2	10,7	4,2	4,0
Variación anual del tipo de cambio efectivo frente a países desarrollados	11,3	9,5	−9,0	7,0	8,8	5,8	16,5	−1,7	−2,8

Fuente: Boletines Estadísticos del Banco de España.

en términos de registro de caja ha sido en 1985 de 1.585 millones de dólares. Sin embargo, al contrario que en 1984, este superávit no se ve reflejado en un incremento de las reservas internacionales. Esto es así porque la balanza de capital registra fuertes déficit debido al desincentivo para el endeudamiento externo y porque se amortiza deuda externa, reduciéndose como resultado nuestra posición deudora frente a los no residentes. Mirando la otra cara de la moneda, vemos que se está practicando una política de subvaluación de la peseta frente a las monedas europeas, haciendo a nuestra divisa más abundante en los mercados por medio de la intervención. Por el contrario, la peseta se está apreciando respecto al dólar porque este tipo bilateral se determina de una manera más libre en el mercado; la peseta, con una balanza corriente superavitaria, está en realidad relativamente fuerte en relación con aquellas monedas europeas que no ven incrementada significativamente su demanda cuando el dólar baja.

Dicho de una manera menos mecánica y más económica, manteniéndose una política monetaria relativamente restrictiva, facilitada por cierta reducción del déficit público, el flujo de demanda de dinero parece ajustarse al flujo de oferta de dinero, desincentivando el recurso a la financiación externa. Supuestas las expectativas inflacionistas estables y una política monetaria no expansionista, pero tampoco innecesariamente restrictiva en el futuro, la demanda interna puede tender a recuperarse algo y la política del tipo de cambio mantener a la peseta en sus niveles actuales. Por el contrario, si por cualquier razón se incrementa la demanda de dinero, creándose un exceso de demanda, la actual política de subvaluación respecto a la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no podrá mantenerse mucho tiempo, dando por supuesto que los países europeos desarrollen una política de mantenimiento estable del valor de sus monedas. Si las monedas europeas que no son refugio respecto a un dólar que se deprecia (franco francés, lira, libra) tienden a depreciarse, la política de depreciación de la peseta, que se viene practicando desde la primavera de 1985 para encajar en una primera instancia el impacto de la adhesión a la CEE, sería más difícil de articular (7).

IV. CONDICIONAMIENTOS Y CARACTERISTICAS DE LA POLITICA DEL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA

1. Condicionamientos de la política del tipo de cambio de la peseta

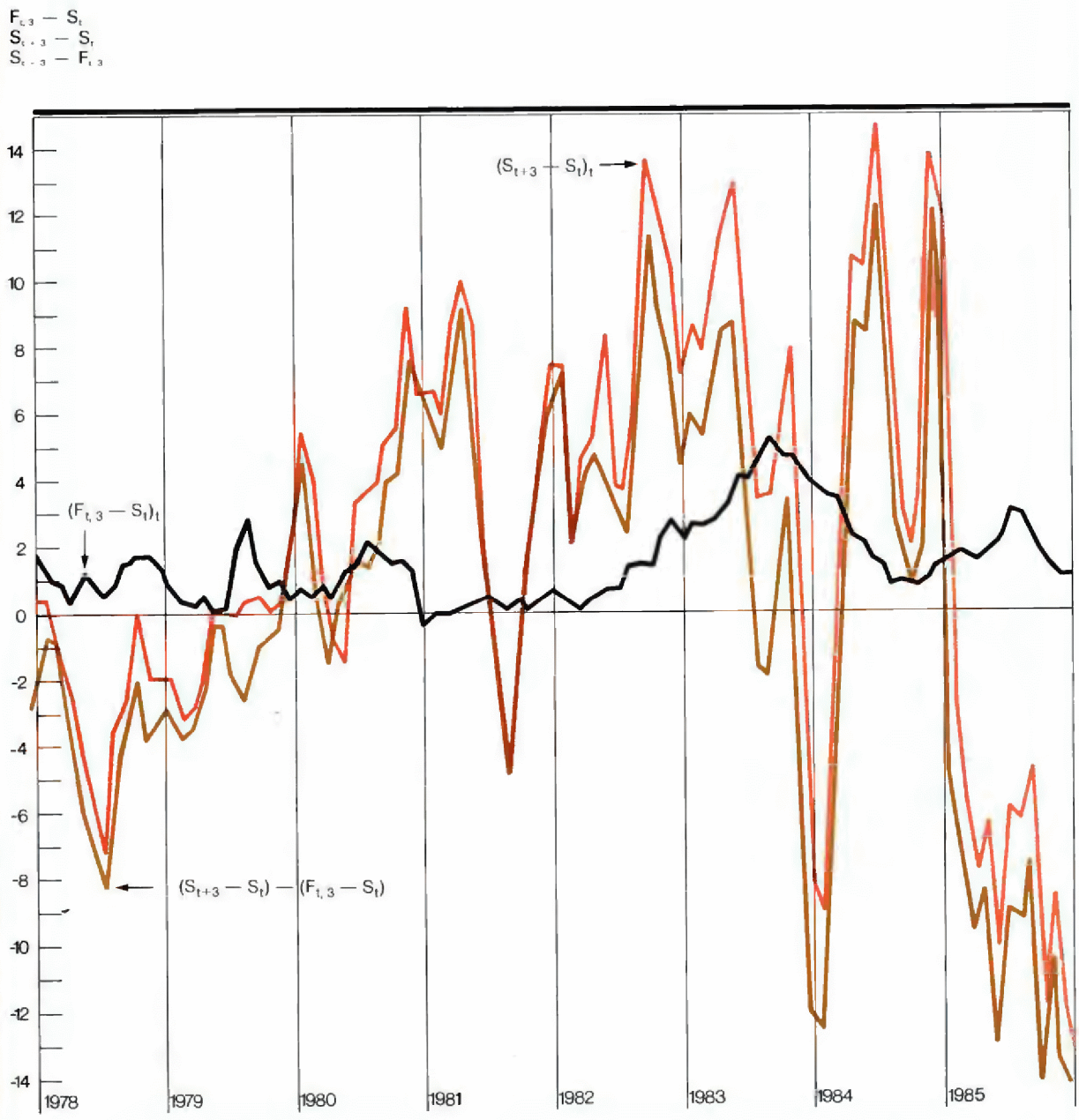
Antes de entrar a exponer los resultados de un análisis positivo de la política del tipo de cambio de la peseta, es conveniente hacer unos breves comentarios sobre los condicionamientos de tal política. En primer lugar, es necesario señalar que es muy difícil desarrollar una política del tipo de cambio independiente de la política monetaria. Al ser el tipo de cambio una variable esencialmente monetaria, tanto en un régimen de tipo de cambio fijo como en uno flexible, el determinante último de su nivel es la expansión monetaria. En el corto plazo puede mantenerse mediante la intervención en el mercado de divisas, y por razones de política económica coyuntural, un tipo de cambio que no esté en línea con las tasas de expansión monetaria. Pero al cabo del tiempo, o ha de producirse una muy fuerte restricción monetaria o habrá de devaluarse. La cotización de la peseta no puede estar desconectada durante mucho tiempo de la tasa de expansión monetaria, aunque en el corto plazo las noticias imprevistas que afectan a los mercados de divisas y la intervención de la autoridad en tales mercados hacen que expansiones monetarias mensuales o trimestrales no tengan por qué originar depreciaciones de nuestra moneda.

Los modelos de determinación del tipo de cambio nos resaltan las variables que originan el nivel y evolución del tipo de cambio, con independencia de la intervención (8). El enfoque moderno de equilibrio en los mercados activos pone énfasis en la determinación del precio relativo de las monedas en ese mercado, frente al enfoque flujo tradicional que analizaba los factores determinantes de la oferta y demanda derivada de divisas, que generaban un tipo de cambio de equilibrio ajustando la balanza de pagos. La economía del tipo de cambio flexible supone perfecta movilidad del capital o, equivalentemente, que se cumple la paridad de intereses cubierta ($i - i^* = \delta$). La diferencia entre los modelos monetarios y de cartera reside en que los primeros suponen que se cumple la paridad de intereses descubierta, $i - i = (\dot{TC})^e$, donde $(\dot{TC})^e$ es la variación esperada del tipo de cambio. O, equivalentemente, que existe perfecta sustituibili-

GRAFICO 3

TIPOS DE CAMBIO A FUTUROS Y AL CONTADO

(Diferencias, tres meses)



Fuente: Elaborado a partir de los *Boletines* del Banco de España.

dad entre los activos; entonces tenemos en el modelo dinero nacional y extranjero y un activo rentable solamente. Los modelos de cartera al suponer que existe, por ejemplo, una prima de riesgo que evita que se cumpla la paridad descubierta, hacen depender la demanda relativa de activos rentables denominados en distintas monedas de $(i—i^*—(\dot{T}C)^e$ que es distinto de cero. Dentro de los modelos monetarios se distingue el modelo puro, o de Chicago, que supone que la paridad del poder adquisitivo se cumple siempre, implicando precios flexibles, o el de precios predeterminados, que sólo acepta que tal paridad se cumpla a largo plazo.

Las formas reducidas para el tipo de cambio de estos modelos vienen a destacar, de una manera u otra, las siguientes variables relativas (nacional sobre extranjera) fundamentales como explicativas del nivel del tipo de cambio de la peseta y de su evolución: oferta monetaria relativa de España y de los países correspondientes, ritmo de crecimiento económico comparado, diferencial de las expectativas inflacionistas y oferta relativa de activos rentables en pesetas y en las monedas correspondientes. Cualquiera de los modelos nos da, invariablemente, respetando el orden de las cuatro variables mencionadas, una relación con respecto al tipo de cambio positiva, negativa, positiva y positiva, significando el signo positivo que incrementos de dichas variables relativas deprecian el tipo de cambio. Una evolución positiva del diferencial de intereses aprecia el tipo de cambio según estos modelos; excepto en el caso del modelo monetario puro, el cual cuando sube nuestro tipo de interés, dado el extranjero, predice que el tipo de cambio se depreciará, al incrementarse el coste oportunidad de mantener pesetas y, *ceteris paribus*, reducirse su demanda.

Las contrastaciones empíricas de estos modelos han sido puntualmente favorables, pero la verdad es que se buscan los tipos de cambios y períodos más adecuados para asegurar el éxito de la contrastación, tendiéndose a evitar la presentación de las numerosas pruebas con resultados negativos. Por otra parte, parece constatada la incapacidad de estos modelos para la adecuada predicción de la evolución de los tipos de cambio a corto plazo (9). A partir de los estudios empíricos relacionados con los supuestos en que se sustentan estos modelos y con las series históricas de los tipos de cambio, se ha aprendido mucho sobre la naturaleza de la economía del tipo de cambio flexible, aunque no lo suficiente, existiendo aún demasiados puntos oscuros.

En relación con el avance de la modelización no estructural, la consideración del tipo de cambio como el precio de un activo supone que el tipo de cambio descuenta también el conjunto de factores exógenos monetarios y reales futuros esperados; pero son sobre todo los no esperados los responsables de las grandes variaciones del tipo de cambio en el corto plazo. La articulación de estas ideas en proposiciones contrastables y prácticas encuentra dificultades. Por otra parte, los recientes modelos optimizadores para el tipo de cambio pecan de excesiva formalidad y mecanicismo, no habiendo aportado hasta el presente nuevas perspectivas fructíferas sobre la naturaleza de la economía del tipo de cambio flexible.

En resumen, factores reales, tipos de interés reales y el crecimiento económico pueden influir sobre el tipo de cambio, pero sólo en la medida en que afecten a la demanda y oferta de activos en pesetas. Siendo el tipo de cambio el precio relativo de dos monedas, además del equilibrio flujo en el mercado de dinero, el intercambio internacional de unidades de cuenta nacionales, cuyo saldo viene dado por la balanza monetaria, constituye también una limitación importante para la política monetaria y del tipo de cambio. Esta posibilidad se ha puesto de manifiesto anteriormente cuando el mantenimiento de una política monetaria restrictiva para reducir nuestros diferenciales de inflación chocaba con la voluntad de la autoridad de no permitir una apreciación del tipo de cambio, probablemente para que no se apreciara el tipo de cambio real y se perdiera así competitividad exterior.

El intercambio de bienes entre países es otra restricción para la política del tipo de cambio. En efecto, una economía abierta que quiere seguir comerciando regularmente en divisas convertibles está sometida a la relación entre precios de los bienes y del tipo de cambio que determina la paridad del poder adquisitivo $P = P^* \ TC$. Diferenciando totalmente esta relación y expresándola en tasas de variación, encontramos un vínculo inescapable entre variables endógenas que nos liga la evolución del tipo de cambio con el diferencial de inflación entre los países correspondientes. Es posible que esta relación no tenga por qué mantenerse en todo momento, pero es una restricción para la políti-

ca monetaria y del tipo de cambio que debiera disciplinar a estas políticas. Aunque esta paridad tiende a ser vinculante en el medio y largo plazo (véase cuadro número 3), en el corto plazo deberían evitarse apreciables desviaciones respecto a ella, para evitar así dramáticos planes de estabilización.

Con independencia de una protección comercial elevada y de una legislación sobre el control de cambios que desconfía del comportamiento de los residentes en España, nuestra economía está integrada en la economía mundial, sobre todo europea occidental, por la vía de los hechos. Tal circunstancia condiciona de manera importante lo que las autoridades económicas españolas puedan hacer para que nuestra economía siga una senda diferente a la tendencia que marcan conjuntamente la evolución y la política económica de nuestros principales socios comerciales. Un proceso expansionista en Europa tendrá un efecto beneficioso en nuestro nivel de actividad, pero es difícil que nuestra economía crezca a una tasa muy superior a la europea.

La integración de nuestro mercado financiero con el internacional supone una nueva e importante restricción para la política monetaria y del tipo de cambio. Bien es verdad que en nuestro país la existencia de trabas a la plena libertad de movimientos de capitales permite divorciar durante cierto tiempo los tipos de interés nacionales y extranjeros, dado el descuento de la peseta. Sin embargo, nuestras autoridades no pueden mantener de forma permanente un tipo de interés muy alejado de la relación $i = i^* + \delta$, o mejor, dado que la vida real se mueve en un contexto de incertidumbre, de $i = i^* + (\dot{TC})^e$; recuérdese los comentarios relacionados con el cuadro n.º 4.

Las expectativas de los agentes económicos tienen una gran importancia en la evolución a corto plazo del tipo de cambio de la peseta. Su comportamiento, por lo general estable y consistente, es una nueva restricción a una política monetaria y del tipo de cambio brusca e imprevisible. Por el contrario, una política racional y acreditada de la peseta sí puede tener éxito, más que por la eficacia de los aspectos operativos, a través de los que se lleva a cabo tal política, por la asimilación de los agentes del nuevo objetivo propuesto respecto al tipo de cambio por una autoridad que está respaldada por un margen amplio de crédito y seriedad.

En resumen, en un contexto económico nacional e internacional como el reciente, donde las tasas de crecimiento económico son bajas y muy similares entre los países occidentales, y suponiendo que los agentes económicos tienen funciones de demanda de dinero estables, tenemos, combinando las paridades definidas en el mercado de bienes y financiero con la teoría cuantitativa y el supuesto de que los agentes aprenden de la experiencia (expectativas racionales) que (la definición de las variables pueden encontrarse en las notas de los cuadros números 3 y 4):

$$\mu - \mu^* = i - i^* = \delta = (\dot{TC})^e = \pi^e - \pi^{*e} = \pi - \pi^* = \dot{TC}.$$

Tal cadena de igualdades tiende a cumplirse en el largo plazo, y si en el corto y medio plazo la política monetaria y del tipo de cambio producen fuertes divergencias en esas relaciones, será preciso, antes o después, un plan de saneamiento para «poner en línea» a las variables en cuestión. Esta política monetaria del tipo de cambio de ajuste se comenta en el epígrafe anterior. Las políticas monetarias y del tipo de cambio a que se ha hecho reiteradamente referencia, y que provocan desviaciones en las relaciones de paridad, se analizan a continuación.

2. Características de la política del tipo de cambio de la peseta

La caracterización de la política del tipo de cambio suele establecerse en función de su clasificación en alguno de los cuatro tipos siguientes: política de «mantenerse contra el viento», política de esterilización, política de seguimiento de la regla de la paridad del poder adquisitivo y política de tipo de interés para influir sobre el tipo de cambio. En la práctica, la autoridad económica puede alternar dichos tipos de políticas o seguirlos conjuntamente; no son, por tanto, excluyentes. En los párrafos que siguen se definen estas políticas y se establecen proposiciones referidas a la política de la peseta para los últimos años (10).

La política de «mantenerse contra el viento» consiste en, mediante las variaciones en el nivel de reservas de divisas, evitar fluctuaciones apreciables del tipo de cambio nominal de la peseta. Las dos manifestaciones de esta política son la existencia de una peseta subvaluada o de una peseta sobrevaluada. Una forma extrema de resistir las presiones del mercado es la de plantearse como objetivo un tipo de cambio fijo; llevar a cabo una política no tan estricta equivale

a optar por un sistema de flotación intervenida o de flexibilidad «sucia» del tipo de cambio. Dado que la realidad es imperfecta y que las perturbaciones a que puede verse sometida la economía española tienen carácter monetario y real, a menudo indistinguible, la flotación intervenida puede ser un régimen adecuado para la peseta frente al sistema de tipo de cambio fijo o totalmente flexible. Respecto a este tipo de política, y en promedio para los últimos ocho años, cabe decir lo siguiente:

Primero. Los superávit en la balanza corriente se absorben por el Banco de España (incremento del volumen de divisas convertibles) para reducir así la magnitud del movimiento del tipo de cambio efectivo. Inversamente, fuertes déficit corrientes determinan que la autoridad monetaria reduzca sus tenencias en reservas exteriores. La política de endeudamiento externo se ha utilizado a veces en función de la evolución de la balanza corriente para financiar déficit incrementando nuestra posición deudora, o a veces reduciéndola en los casos de superavit; aunque en otros casos a los superavit corrientes se añaden incrementos de la deuda exterior.

Segundo. Los superávit corrientes que incrementan el nivel de divisas convertibles coinciden también con apreciaciones del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados. Por lo tanto, la autoridad económica no sigue una regla de tipo de cambio fijo y permite apreciaciones cuando las cuentas exteriores van bien. Sin embargo, estas apreciaciones no tienen la intensidad que el libre mercado determina, de ahí la expresión de «mantenerse contra el viento», que no implica ir, necesariamente, contra la tendencia del mercado. Un incipiente pero brusco proceso de depreciación del tipo de cambio tiene como respuesta una venta de divisas convertibles en el mercado cambiario por parte de la autoridad monetaria.

La política de esterilización se define como el conjunto de operaciones consistentes en neutralizar el impacto sobre los objetivos monetarios preestablecidos de las variaciones en el componente autónomo del activo del balance consolidado del Banco de España y del sistema monetario conjunto, denominado «reservas exteriores», es decir, de las variaciones en los saldos de la balanza monetaria y de las intervenciones en el mercado de divisas para amortiguar las fluctuaciones del tipo de cambio. La política de esterilización puede ser vista, por lo tanto, como un intento de alcanzar dos objetivos por separado a corto plazo: primero, mantenimiento de una tasa de expansión monetaria dada, y segundo, consecución de un nivel deseado del tipo de cambio. En relación con este tipo de política, podemos establecer las siguientes proposiciones:

Primera. La política esterilizadora puede ser eficaz. El hecho de que exista una imperfecta movilidad de capitales en España indica la posibilidad de un amplio margen para la esterilización. Por ejemplo, restringiendo el crédito interno ante el incremento de las reservas internacionales, la subida en el tipo de interés correspondiente no provoca, *ceteris paribus,* una inmediata entrada neta de divisas que neutralice la operación esterilizadora. El marco para que esta política sea eficaz en España existe.

Segunda. No existe una correlación significativa entre las variaciones no esperadas de nivel de las divisas convertibles y la expansión monetaria medida por el volumen de las disponibilidades líquidas. Esto quiere decir que la autoridad monetaria no permite alteraciones en sus objetivos monetarios cuantitativos, probablemente puestos en relación causal con una tasa de inflación objetivo, cuando se producen movimientos de las divisas convertibles. Es más, el signo de la anterior correlación es negativo, lo que puede ser indicio de sobresterilización, es decir, de que se tienda a reducir el crédito interno más allá del impacto expansionista del incremento de las divisas, o al revés, pues el argumento, en principio, es reversible.

Tercera. Los incrementos imprevistos de las divisas convertibles incrementan la base monetaria, por lo que no parece existir un objetivo estricto respecto a esta variable. Para hacer compatible este resultado con la proposición segunda, se ha de concluir que la autoridad monetaria ha influido de forma eficaz sobre el multiplicador bancario para que la esterilización de las variaciones imprevistas en el nivel de las reservas exteriores tuviera lugar. De modo que el banco central no ha recurrido en exclusiva a la manipulación del crédito a la banca comercial para controlar el crédito interno total.

Cuarta. Ante variaciones no previstas de la cotización de la peseta, la autoridad monetaria no reacciona variando la oferta monetaria. Este hecho confirma las proposiciones anteriores en el sentido de constituir una comprobación clara de la existencia de una política regular de esterilización.

La política de mantenimiento de la paridad del poder adquisitivo (PPA) consiste en tomar como pauta a la PPA para intervenir en el mercado de divisas. Una política extrema en este sentido sería el tratar de que la PPA se cumpliera en todo momento; esta política equivaldría a perseguir un objetivo de tipo de cambio real fijo y requeriría una intervención permanente en el mercado de divisas, tratando de que la evolución del tipo nominal compensara totalmente la evolución del índice de precios relativos correspondiente. En relación con la experiencia reciente, podemos formular las siguientes proposiciones:

Primera. Observando los datos empíricos, y a partir de ellos, puede afirmarse que el comportamiento de la autoridad económica no ha seguido la regla de la PPA de forma estricta, aunque sí le ha servido de punto de referencia. La evolución del tipo de cambio efectivo real, que se define como la razón entre un índice de precios relativos (entre España y el conjunto de países desarrollados, por ejemplo) y el tipo de cambio efectivo correspondiente, es un objetivo permanente de la política del tipo de cambio nominal. El tipo de cambio efectivo real puede considerarse, en el corto y medio plazo, como un índice de competitividad, y tiene influencia, por lo tanto, sobre los flujos comerciales. En el largo plazo, tres a cinco años, el tipo de cambio real adquiere un valor en función de su endogeneidad, independiente de las manipulaciones del tipo de cambio nominal en el corto plazo.

Segunda. Existe una fuerte interrelación entre las variaciones en los precios de los bienes y servicios y en el tipo de cambio de la peseta. Sin embargo, es difícil determinar las relaciones de causalidad; es decir, saber si las subidas de precios originan devaluaciones o si las devaluaciones originan subidas de precios. Al ser los precios y el tipo de cambio variables endógenas y monetarias, su nivel viene, antes o después, determinado por el ritmo de expansión monetaria. No se puede afirmar de forma general que las devaluaciones causan inflación, pues tales devaluaciones son, la mayoría de las veces, un mero reflejo de una tasa de expansión monetaria alta, y como ésta provoca inflación es lógico observar que depreciaciones del tipo de cambio coincidan, en condiciones normales, con incrementos de los precios. Otra cosa es que la devaluación implique un incremento en el índice de precios, pero este incremento no persistirá si la expansión monetaria está controlada, o se convertirá en inflación si la devaluación y, por lo tanto, la subida de precios es la consecuencia de una expansión monetaria alta.

Tercera. Una política flexible del tipo de cambio real, como la en cierta medida llevaba a cabo, puede ser adecuada en períodos de perturbaciones reales y monetarias. Predeterminada la evolución de los precios por la expansión monetaria, y evitándose una política de control de precios, las fluctuaciones del tipo nominal que originen fluctuaciones en el tipo real pueden actuar de colchón absorbente de tales perturbaciones. Manteniendo el tipo de cambio real fijo aislaríamos a nuestra economía de la realidad internacional cambiante.

En conexión con estas proposiciones, no parece lo más adecuado adherirse de forma estricta al régimen de tipo de cambio fijo que implica el Sistema Monetario Europeo. Esta decisión indudablemente disciplinaría la política monetaria, pero se haría más difícil su articulación, al pasar a ser endógena la base monetaria, subirían los tipos de interés y el ajuste de la balanza de pagos recaería con mayor crudeza sobre el sector interno, al requerirse un control estricto de la evolución de los precios como única vía de evitar apreciaciones del tipo de cambio real. Todas las anteriores consecuencias son loables, pero hay que confiar en que la autoridad económica española pueda desarrollar una política económica en esa línea conservando un cierto margen de libertad para el instrumento tipo de cambio, sin imponerse voluntariamente un corsé como el que supondría la adhesión al Sistema Monetario Europeo (11).

La política de tipo de interés a corto plazo (tipo de interés intercambiario en España) es utilizada por algunos países para influir sobre la balanza de pagos y el tipo de cambio. En España se ha optado por un agregado monetario cuantitativo como objetivo intermedio de la política monetaria. Por lo tanto, el tipo de interés es endógeno a medio y largo plazo. Sin embargo, el Banco de España dispone de instrumentos eficaces para su control en el corto plazo, y este tipo de interés, a medida que el mercado financiero se perfecciona, es cada vez más representativo de las tensiones de liquidez en el mercado financiero. El análisis positivo de la política de tipo de interés y del tipo de cambio nos pone de manifiesto las reacciones de la autoridad económica, mediante el manejo de los tipos de interés, ante la evolución de la balanza corriente, de las divi-

sas convertibles y del propio tipo de cambio. Los resultados del análisis se resumen en las siguientes proposiciones:

Primera. Existen elementos de juicio para afirmar que, ante déficit corrientes de apreciable magnitud, y en cierta medida no esperados, la autoridad económica hace que los tipos de interés suban. Este comportamiento se basa en la confianza de que la balanza corriente responde positivamente a la subida del tipo de interés y a las contracciones del crédito interno (obsérvese el cuadro n.° 1). Paradójicamente, la respuesta de la balanza de capitales a las variaciones del crédito interno total es menor, aunque esto se explica en base a las restricciones en los movimientos de capital en España y, en particular, al control sobre el endeudamiento externo. En conexión con lo anterior, también se desprende del análisis efectuado que la autoridad monetaria trata de incrementar los tipos de interés y contrae la liquidez interna cuando el nivel de las reservas internacionales desciende de manera importante e inopinada. En consecuencia, la política de tipo de interés a corto plazo es empleada para ayudar a resolver problemas de balanza de pagos, y esta política, *ceteris paribus*, es efectiva.

Segunda. Dicha política de tipos de interés afecta también al tipo de cambio. Tipos de interés más altos, *ceteris paribus*, aprecian el tipo de interés de la peseta (véase el cuadro n.° 1 de nuevo), y como medida de apoyo a ésta se incrementa el tipo de interés representativo del sistema. No obstante, no parece que pueda afirmarse en sentido estricto que haya existido una política de tipo de interés diseñada para mantener un valor dado de la peseta; más bien se ha utilizado esta política en función de la evolución de la balanza de pagos, y sólo indirectamente ha perseguido objetivos de tipo de cambio.

En resumen, la política del tipo de cambio ha modulado sus fluctuaciones tratando de mantener la competitividad de nuestra economía frente al exterior. El hecho de que el tipo de cambio haya continuado siendo un objetivo de política económica no ha supuesto que la política monetaria se apartara de manera significativa de la consecución de sus objetivos cuantitativos, y la esterilización ha sido permanente y eficaz para neutralizar las consecuencias monetarias no deseadas de la existencia de un objetivo respecto al tipo de cambio. La política de tipos de interés que se practica gobierna con fuerza la evolución a corto plazo de la balanza de pagos e, indirectamente, el tipo de cambio. La evolución del tipo de cambio de la peseta se ve influida, de manera significativa, por la balanza corriente y los tipos de interés.

A su vez, el tipo de cambio ha pasado a ser un instrumento de política económica cuya finalidad ha sido la de evitar apreciaciones o depreciaciones considerables del tipo de cambio real en el corto y medio plazo, pensando quizás en evitar problemas de balanza corriente.

En los últimos años la peseta se ha movido en un marco de flotación invertida. La existencia de dos episodios devaluatorios bruscos, junio de 1977 y finales de 1982, demuestran la inescapalidad de las restricciones derivadas de la apertura de nuestra economía hacia el exterior. Con el telón de fondo de esta realidad ha sido posible, y de hecho se ha realizado, una política del tipo de cambio de la peseta a corto plazo cuyas características y finalidad han sido analizadas en los párrafos anteriores.

NOTAS

(1) Se está utilizando la siguiente definición de la balanza de pagos o balanza monetaria:
$BP=\{k()[m^d-m^s]$—flujo de oferta $()\}=$
=exceso de demanda u oferta de flujo de dinero.

Esta expresión nos dice que la balanza de pagos se define por la diferencia entre la demanda de flujo de dinero y la oferta flujo de dinero. La diferencia entre la demanda y oferta de dinero existente, $[m^d-m^s]$ se ajusta a la velocidad k, dándonos como resultado la demanda flujo deseada.

(2) Luis MAÑAS ha mostrado cómo la cotización mensual de la peseta/dólar entre julio de 1979 y junio de 1984 sigue un paseo aleatorio: «Contrastación de la hipótesis de paseo aleatorio: el caso del tipo de cambio peseta/dólar» *Información Comercial Española*, abril de 1986. Puede verse también en G. de la DEHESA y V. J. FERNANDEZ (1986): «Regularidades empíricas del tipo de cambio de la peseta», en el mismo número, 632, de *ICE*.

(3) Con una perspectiva diferente, pero coincidente en lo esencial, puede verse el tratamiento del ajuste externo en la economía española en Guillermo de la DEHESA (1985): «Desequilibrio y ajuste del sector exterior de la economía española» y «Ajuste externo y tipo de cambio», del mismo autor (1983); estos dos artículos están publicados en PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA números 21 y 15, respectivamente. También José VIÑALS (1983): «El desequilibrio exterior de España: una perspectiva macroeconómica», *Información Comercial Española*, número 604.

(4) Para un análisis más detallado de la evolución de la deuda externa y de su relación con la balanza de pagos, puede consultarse: José VIÑALS (1985): «Deuda exterior y objetivos de balanza de pagos en España: un análisis de largo plazo», Documento de trabajo del Banco de España: n.° 8.514; Antonio SANCHEZ-PEDREÑO (1984): «Política cambiaria, política de endeudamiento exterior y repercusiones sobre la política monetaria interior», PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, número 20, y Guillermo DE LA DEHESA (1982): «La deuda exterior de España», PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, n.° 11.

(5) La observación del tipo de interés nominal no permite conocer en qué medida se descompone entre sus dos partes, expectativas inflacionistas y tipo de interés real. La situación del mercado de divisas nos puede ser útil al respecto. Si la peseta está fuerte en el mercado, probablemente las expectativas inflacionistas están sosegadas, y si los tipos de interés nominales están altos, se debe a incrementos en su componente real. Esta era la situación en algunos momentos a lo largo del primer trimestre de los años de 1979 y 1984, por ejemplo. Entonces, para equilibrar el mercado monetario, hubiera sido adecuado incrementar el flujo de oferta de dinero.

(6) En el artículo de Vicente J. FERNANDEZ (1985): «Economía y política de la peseta, 1974-84», *Información Comercial Española* n.° 617, se desarrollan con mayor extensión y detenimiento estos puntos.

(7) Para una descripción más detallada de la evolución de la peseta, en conexión con el sector exterior, en 1985 véase G. de la DEHESA y V. J. FERNANDEZ (1986): «Balanza de pagos y tipo de cambio de la peseta», en la revista *Economistas*, número extraordinario, España 1985.

(8) Una panorámica sobre los modelos de determinación de los tipos de cambio, su contrastación empírica, el contenido empírico de los supuestos y los enfoques más recientes está recogida en el número 31 de *Cuadernos Económicos de Información Comercial Española*, titulado «Modelos de determinación del tipo de cambio».

(9) Para el caso español, véanse los trabajos recientes de Oscar BAJO (1985): «Modelos monetarios del tipo de cambio y evidencia econométrica: un análisis de los casos peseta/dólar y peseta/marco», y de Juan J. DOLADO y Julio DURAN (1983): «Estimación de un modelo monetario del tipo de cambio peseta/dólar», publicados en *Información Comercial Española*, números 632 y 604, respectivamente.

(10) En «Intervención en el mercado de divisas y política del tipo de cambio de la peseta», Vicente J. FERNÁNDEZ, utilizando la técnica de las autorregresiones vectoriales (VAR), caracteriza la intervención en el mercado de divisas de la peseta desde 1978 a 1984; Universidad Complutense de Madrid, trabajo no publicado, 1985.

(11) En «Aspectos financieros y monetarios de la integración española en la Comunidad Económica Europea», *Estudios Económicos* del Banco de España n.° 37, 1985, Gonzalo GIL muestra cómo la peseta se sale con alta frecuencia de la banda del 6 por 100, en un interesante ejercicio de simulación de nuestra pertenencia al Sistema Monetario Europeo. Es claro, en consecuencia, que *ceteris paribus*, nuestra adhesión efectiva hubiera supuesto la necesidad de una política monetaria aún más restrictiva que la llevada a cabo.

COLABORACIONES

INNOVACION ACTIVOS Y MERCADOS

TENDENCIAS RECIENTES Y PROBLEMAS INMEDIATOS DE LA POLITICA DE DEUDA PUBLICA

Se puede afirmar que hasta 1983 no existió una política de manejo de la deuda pública, confluyendo en la política monetaria la doble tarea de financiar la práctica totalidad del déficit presupuestario y de contener el proceso inflacionista. A partir de aquella fecha se comenzó a utilizar con flexibilidad la política de endeudamiento interior y exterior, buscando una creciente coordinación entre la política de deuda y la política monetaria.

Cumplidos esos objetivos, y otros que por menos destacados no dejan de ser importantes —tales como mostrar a la opinión pública el coste real del déficit y abaratar el coste de los déficit de otros organismos y empresas públicas asumidos por el Estado—, **Raimundo Ortega Fernández** se enfrenta en este artículo con los problemas pendientes de la política de deuda pública. Esos problemas se encuadran, a efectos analíticos, en cuatro grandes grupos: establecimiento de un conjunto estable de instrumentos y fijación de un calendario regular de emisiones; los condicionantes fiscales que la Ley de Activos Financieros ha impuesto a la política de deuda; los efectos previsibles de la implantación del sistema de anotaciones en cuenta autorizado por las leyes de Presupuestos para 1986 y 1987, y, por último, la necesidad de una creciente coordinación entre aquélla y la política monetaria.

Al concluir, el artículo deja flotando un grave interrogante sobre las posibilidades de resolver satisfactoriamente todos y cada uno de esos cuatro grupos de problemas, vitales para que la política de manejo de la deuda se convierta en el instrumento de política económica hoy en día necesario.

I. INTRODUCCION

EN el curso de los últimos años España ha sido escenario de una elevación continua de la participación del sector público en la economía nacional. Si en 1974, justo al comienzo de la crisis desencadenada por la primera elevación de los precios del petróleo, el gasto de las administraciones públicas ascendía al 22,5 por 100 del PIB, en 1985 había pasado al 40,6 por 100. Como la evolución de los ingresos no avanzó al mismo ritmo —en esos once años pasaron del 22,7 al 34,4 por 100 del PIB—, el déficit público, que en 1977 era prácticamente inexistente, se situó en el 6,2 por 100 del PIB en 1985 (1).

Así pues, hemos asistido en esta década larga a una absorción creciente de recursos financieros por el sector público en detrimento de la financiación a la inversión privada. Prueba de ello es que si en 1974, por volver a citar la fecha antes elegida, las administraciones públicas sumaban su participación al ahorro de las familias y empresas no financieras como principales componentes del ahorro nacional, en 1985 el déficit público absorbió el 27,3 por 100 del ahorro bruto de aquéllas.

Financiar déficit públicos tan elevados y persistentes no ha sido, por cierto, tarea fácil, habiendo planteado a las autoridades económicas dilemas angustiosos. Y ello tanto más cuanto los sucesivos gobiernos democráticos que a partir de 1977 detentaron el poder en España se han fijado tres objetivos económicos para sacar a nuestro país del profundo estancamiento provocado por las dos crisis del petróleo: reducir las tensiones inflacionistas, equilibrar el déficit de la balanza por cuenta corriente y promover la recuperación de la inversión privada. Para la consecución de los dos primeros era imprescindible poner en práctica una política monetaria que limitase de forma decidida el crecimiento de la cantidad de dinero, quebrando de esta forma las expectativas inflacionistas de los principales agentes económicos y estableciendo un clima de confianza respecto a la evolución del tipo de cambio de la peseta. Simultáneamente, el ritmo de crecimiento permitido al crédito al sector privado dependía en forma directa de cuál fuese la magnitud de los fondos de préstamo absorbidos por las necesidades financieras del sector público.

Establecidos unos objetivos

en términos de crecimiento de la cantidad de dinero que no se debía sobrepasar, el Banco de España se veía enfrentado al dilema de monetizar el déficit público o de compensarlo mediante la reducción de la base monetaria facilitada a los restantes sectores de creación de la misma, lo cual equivale a decir la facilitada al sector privado. Por lo general se ha preferido la vía de monetizar el déficit, utilizando la técnica de girar sobre la cuenta del Tesoro en el Banco de España y consolidar después, de acuerdo con sucesivos mandatos contenidos en las leyes de Presupuestos Generales del Estado, ese recurso en un crédito del banco emisor al Tesoro público sin plazo de amortización y sin interés (2).

Pero como el Banco de España estaba simultáneamente obligado a mantener la tasa de expansión de la cantidad de dinero en los niveles fijados por el gobierno, se veía forzado a actuar con carácter compensador emitiendo títulos propios que colocaba entre las entidades de depósito a tipos de mercado para drenar los volúmenes de liquidez necesarios. Así nacieron los certificados de depósito, después titulados certificados de regulación monetaria —CRM— del Banco de España. La razón de su creación residía en la ausencia de instrumentos en forma de títulos de deuda pública a corto plazo en cantidad y con las características adecuadas. Así pues, la aceleración en la magnitud del déficit público a partir de 1980 provocó un aumento espectacular del saldo vivo de CRM emitidos por el Banco de España: algo más de 990.000 millones a finales de 1982 y 1.770.000 cuando concluyó 1983.

Para esas fechas la situación era insostenible y exigía un pronto remedio. Para empezar, el ahorro del Tesoro público, al no tener que pagar los intereses de una deuda no emitida, quedaba sobradamente compensado por los menores beneficios ingresados por el Banco de España (3).

A estos costes de la política de financiación del déficit mediante su monetización cabe añadir otros dos íntimamente unidos: la fragmentación de los mercados a corto plazo y la distorsión en la estructura de los tipos de interés también a corto. En efecto, habida cuenta de que las normas legales impedían, e impiden, al Banco de España realizar operaciones con entidades no-financieras, la colocación de sus certificados se efectuaba en la práctica tan sólo entre las entidades de depósito, limitando de esta forma la difusión de los efectos buscados por la política monetaria, que no alcanzaban al resto de las entidades financieras y a los agentes económicos sino con un retraso más que considerable, y por ende su efectividad. A ello se añadía que en los momentos en los cuales el emisor —o sea, el Banco de España— se veía en la necesidad de drenar liquidez por volúmenes importantes, se encontraba ante un «mercado de compradores» capaz de imponerle una remuneración muy alta por los fondos que le prestaba. Ahora bien, esos tipos de interés eran, desde luego, superiores a los que se hubieran negociado en un mercado abierto a todo tipo de inversores, motivando así una distorsión en la estructura de tipos de interés —una curva invertida, como se ha puesto de moda decir hoy día— en la cual el Tesoro, que comenzó a emitir su propia deuda a corto a mediados de 1982, tuvo que ofrecer un rendimiento superior a los de los depósitos de bancos y cajas de ahorros a plazos equivalentes, e incluso al de otros activos privados y negociados en las Bolsas de Comercio —tal como las letras de cambio.

Brevemente descrita, ésta era la situación existente en 1982, situación que la nueva política de financiación del déficit público se propuso corregir. Este trabajo intenta exponer las líneas maestras que guiaron ese empeño. Para ello, lo he dividido en dos grandes apartados: en el primero resumo cuáles eran las preocupaciones esenciales entre las personas responsables de la política de manejo de la deuda pública y cómo se enfrentaron a ellas; en el segundo discuto los que, en mi opinión, constituyen los problemas pendientes para conseguir que el manejo de la deuda pública se convierta en el instrumento de la política económica, dúctil y potente, que es en algunos de los países más desarrollados económicamente.

Dos cuestiones destacan en el primer apartado: primera, la novedad que supuso una utilización flexible de la política de endeudamiento exterior, y segunda, la atención prestada a la coordinación entre la política de deuda pública y la política monetaria. Por lo que al segundo apartado atañe, los problemas creados por el marco fiscal a la realización adecuada de la política de deuda adquieren para mí una relevancia especial, que justifica un examen detallado.

II. EL CAMBIO DE POLITICA EN LA FINANCIACION DEL DEFICIT

Acabamos de describir la situación existente al comienzo de 1983, e indicaremos ahora los principios que guiaron su corrección. Esta tarea de corrección tuvo dos etapas muy distintas: durante 1983 se intentó asegurar una transición suave hacia la política, radicalmente diferente, que se inició en 1984.

En efecto, durante 1983 las preocupaciones fueron, ante todo, implantar sólidamente la deuda a corto plazo —los pagarés del Tesoro— con el doble fin de proporcionar al Banco de España un instrumento para su política de control monetario y, paralelamente, introducir esta modalidad de deuda pública en el extremo a corto plazo del mercado de capitales, tradicionalmente reservado a los depósitos bancarios —lo cual explica la resistencia de bancos y cajas de ahorros a la emisión de esta clase de activos. La buena acogida a los pagarés del Tesoro permitió conseguir un segundo objetivo; a saber, detener la tendencia seguida en los últimos años de monetizar el déficit; prueba de ello es que el recurso del Tesoro al Banco de España pasó de 867.000 millones de pesetas en 1982 a 135.000 millones en 1983. El tercer y último objetivo fijado fue proceder a reordenar la política tradicional de emisiones a medio y largo plazo. En octubre de 1982 el Tesoro había realizado una emisión que alcanzó gran éxito: se colocaron algo más de ochenta mil millones de pesetas en bonos del Estado con un interés del 16 por 100 y un plazo de amortización de dos años. En realidad, el éxito probaba el fracaso de la política de deuda seguida en esos años; el que debía ser el emisor más prestigioso del mercado se veía obligado a ofrecer rentabilidades mucho más elevadas que numerosos emisores privados.

Se decidió, según he afirmado antes, reducir el recurso a los mercados interiores, como lo prueba el hecho de que las emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo ascendieron ese año a 100.000 millones de pesetas frente a 225.000 millones el año anterior. En los mercados exteriores el Tesoro fue, por el contrario, mucho más activo. Aquí el objetivo fijado fue, precisamente, ampliar la presencia de España y conseguir poco a poco que nuestro país apareciera en mercados en los que nunca había estado presente, al tiempo que prestigiar nuestro nombre en aquellos otros en los cuales habíamos sido considerados como un prestatario de segunda categoría; en suma, ese año se financió el equivalente a algo más de 190.000 millones de pesetas en los mercados exteriores de capitales, frente a los 106.000 de 1982.

Para 1984 estaba ya diseñada la política de financiación del déficit que ha caracterizado la etapa elegida como punto de referencia en este ciclo. Dicha política perseguiría los objetivos que se describen en los próximos siete epígrafes.

1. Incremento de la financiación directa en los mercados de capitales y reducción de los anticipos del Banco de España al Tesoro público

El Tesoro era muy consciente de la necesidad de evitar que el déficit público y su financiación promovieran expansiones monetarias excesivas y persistentes, que siempre acababan traduciéndose en un impulso inflacionista. Por ello se decidió emprender una política de deuda pública que, en sus rasgos más generales, puede caracterizarse como orientada hacia el recurso al mercado de capitales, con emisiones de títulos adecuados a las preferencias de los ahorradores y tipos de interés competitivos.

2. Mantener la política de emisiones de deuda a corto plazo

A pesar de las reticencias de las instituciones de depósito, la elevada magnitud del déficit presupuestario hacía imprescindible mantener las emisiones de pagarés del Tesoro, título que pronto alcanzó el favor de inversores y mercados, dado su ajuste a la preferencia por la liquidez de los inversores particulares —lógica en un clima económico dominado todavía por fuertes expectativas inflacionistas— y su ductilidad para convertirse en instrumento de la política de tesorería de empresas no-financieras —como demostró el rapidísimo auge alcanzado por el mercado bursátil de pagarés del Tesoro y las «cesiones temporales» de entidades bancarias.

A estas razones se unió la decisión, adoptada a finales de 1983, de que el Banco de España cesara en la emisión de certificados de regulación monetaria —que fueron sustituidos a su vencimiento, a lo largo de 1984, por pagarés del Tesoro—, pasando la deuda a corto del Estado a convertirse en el instrumento básico de la política de control monetario. Esto supuso la

conversión de 1.854 miles de millones de pesetas de CRM en pagarés en un período relativamente corto, e impuso la necesidad de llevar a cabo una operación negociada con bancos y cajas para evitar que los vencimientos de aquellos pasivos del Banco de España —centrados básicamente en el primer semestre de dicho año— colapsaran el mercado de deuda pública.

Después, la continuidad de déficit presupuestarios más elevados de lo que hubiera sido deseable explica el rápido crecimiento del saldo vivo de este instrumento a corto, y ello a pesar de los esfuerzos emprendidos por el Tesoro para colocar deuda a medio y largo plazo y elevar de esta forma la vida media de la deuda pública. Se comprende así que los pagarés en circulación aumentasen durante 1984 en 2.365 miles de millones y en 1.425 miles de millones de pesetas a lo largo del año siguiente, hasta alcanzar su saldo vivo a 30 de junio de 1986 nada menos que 6.721,1 miles de millones de pesetas, cifra que había descendido a 5.962,8 miles de millones al finalizar diciembre de ese mismo año.

La vida media de la deuda interior forzosamente descenció en el curso de estos años. A finales de 1982 era de 2,95 años si excluimos las cédulas para inversiones; en 1984 de 1,04; en 1985 de 1,32 y a finales de diciembre de 1986 de 2,03. De todas formas conviene destacar que dicha reducción de la vida media es producto únicamente de la creciente participación de la deuda a corto en el total de estos pasivos del Estado, pues la vida media de la deuda a plazo superior a 18 meses ha ido aumentando —de 2,18 en 1982 a 4,38 en diciembre de 1986. Las mejoras en este aspecto concreto son mucho más espectaculares en la deuda externa, como luego se comentará.

La política de deuda pública a corto plazo seguida por el Tesoro no puede analizarse sin tener en cuenta los efectos que sobre la demanda de este instrumento originó no ya la aprobación, sino la simple discusión parlamentaria de la ley 14/1985, o Ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros. Los múltiples efectos que esta ley produjo serán discutidos detalladamente al tratar el punto de la coordinación entre la política de deuda y la política monetaria. Ahora interesa subrayar que motivó una extraordinaria demanda durante los primeros meses de 1985 y, posteriormente, dio lugar a un espejismo respecto a cuál podría ser el tipo de interés «apropiado» de los pagarés, con todas las consecuencias que de ambos hechos se han deducido.

3. Utilización flexible y económica de la deuda exterior

La deuda exterior del Estado a finales de 1982, si bien era de cuantía relativamente importante —un 15 por 100 de los pasivos del Estado—, distaba mucho de satisfacer los que deben ser los objetivos básicos de cualquier política eficiente de manejo de esta clase de deuda: era cara, presentaba una concentración peligrosa en una sola moneda —el dólar americano—, su vida media resultaba corta —4,3 años— y carecía de los mecanismos precisos para flexibilizar su manejo de forma tal que pudiera mejorarse la carga financiera que para nuestro país suponía. Eran, pues, esos objetivos los que debían perseguirse.

Si el Reino de España —término con el cual se nos conoce en los mercados internacionales de capitales— pretendía ser un prestatario continuo y prestigioso en dichos mercados, había de desecharse inmediatamente el objetivo —aparentemente sensato— de endeudarse al mínimo coste posible en cada operación realizada. Por el contrario, la finalidad perseguida por el Tesoro consistió en conseguir el coste medio mínimo posible para la totalidad de la deuda exterior viva en cada momento.

Ello supuso en más de un caso rechazar la tentación de obtener las condiciones más favorables en una operación concreta, a fin de mantener el mejor mercado posible para el Reino de España en el futuro. De tal forma que con cada operación se buscaba, por así decirlo, mejorar las condiciones de la siguiente o siguientes.

Esta finalidad estaba íntimamente relacionada con la necesidad de prestar una atención especialmente cuidadosa a los mercados secundarios. Es evidente que la cotización del papel del Reino en los mercados secundarios influye poderosamente en el coste de las futuras emisiones. Esta preocupación se traduce en ocasiones en la conveniencia de elegir una propuesta algo más cara que otra —una regla de oro es la de desconfiar siempre de las ofertas muy agresivas— por la seguridad que dan —o que se tiene— determinadas instituciones dirigentes de la operación respecto a sus compromisos y sus posibilidades para actuar como «cuidador del mercado» de los títulos del Reino —apoyándolos cuando resulte necesario— durante la emisión y, lo que es más importante, durante su restante vida.

En los años que este trabajo describe, la política de endeudamiento exterior prestó también especial atención a la ampliación de los mercados en los cuales el Reino podía obtener fondos. Era evidente que un prestatario que se limita —por fuerza o de grado— a unos cuantos mercados tiene mayores posibilidades de soportar mayores costes que si tiene acceso abierto a una gama más amplia de mercados.

Igualmente importante para el coste de la financiación es la percepción que el mercado tiene del prestatario; dicho de otra forma, el riesgo que éste representa para el prestamista. Es indudable que ello deriva fundamentalmente de cuál sea la política económica que el gobierno del país en cuestión esté llevando a cabo y no de la publicación de caprichosos *ranking* en revistas especializadas —en nuestro caso lo fundamental era cómo podían percibir y juzgar los prestamistas extranjeros el esfuerzo para corregir los desequilibrios básicos de nuestra economía: déficit público, balanza por cuenta corriente, inflación, reconversión industrial y perspectivas de las negociaciones de acceso a la CEE. El ejemplo más claro fue el largo y difícil proceso de obtención del *rating* para emitir papel comercial en EE.UU., como primer paso para colocar títulos a medio y largo plazo en el *Yankee market*.

Las consideraciones de coste que, en la forma al comienzo enunciada, constituyen objetivo primordial de cualquier política de endeudamiento exterior bien concebida están también estrechamente relacionadas con otros dos factores: la conveniencia de evitar un excesivo riesgo por divisas y la necesidad de planificar cuidadosamente la política de endeudamiento.

A finales de 1982 un 62 por 100 de la deuda externa del Reino de España estaba denominada en dólares, frente a un 10 por 100 en FS; un 18 por 100 en DM; un 4 por 100 en yens; un 5 por 100 en libras esterlinas, y el 1 por 100 en monedas tales como el florín holandés. Es claro que quienes gestionan la deuda externa de un país están obligados a evaluar los riesgos implícitos en la evolución de las divisas en las cuales contratan las operaciones. Pero hay que ser modestos y reconocer con cuánta facilidad se equivocan en este campo incluso los más expertos. La solución es, pues, diversificar las divisas en que el país se endeuda como mejor medio para evitar o reducir al máximo el riesgo de divisas.

La planificación de la política de endeudamiento es otro factor importante. Dentro del marco anual que imponen nuestras leyes de Presupuestos, la gestión de la política de deuda externa supone planificar y decidir aspectos importantes: ¿cuándo realizar una operación de crédito o una emisión? La respuesta es evidente: cuando se juzgue que las condiciones del mercado son las mejores posibles. Pero decidir *cuándo son las mejores posibles* es difícil; si no se actúa hoy el mercado puede empeorar, pero si se actúa hoy el mercado puede mejorar dos semanas después y la diferencia puede suponer cientos de millones de pesetas para el Tesoro.

Por otro lado, diversas consideraciones deben tenerse siempre presentes. Por ejemplo, existen mercados íntimamente interrelacionados, de tal forma que la actuación en uno de ellos repercute casi inmediatamente en los otros. Si el Reino realiza una emisión a tipo fijo en el mercado suizo, su éxito o fracaso incidirá en posibles operaciones similares —o en la evolución de las emisiones ya cotizadas— en Alemania Federal o en Holanda. Igualmente, una operación en el mercado de euronotas que diese la espalda a la situación del mercado americano de papel comercial sería, cuando menos, muy criticable.

La evolución de los distintos mercados internacionales de capitales se ha caracterizado durante los dos últimos años por la aparición de nuevos instrumentos o el perfeccionamiento de técnicas, una de cuyas principales consecuencias ha sido el posibilitar a los prestatarios la consecución de ahorros sustanciales a la carga financiera de la deuda contraída.

Posibilidades de reembolsos anticipados, trueques de divisas o tipos de interés, facilidades crediticias de apoyo renovables, emisiones simultáneas en mercados diferentes y otras modalidades que no es necesario mencionar suponen otros tantos medios a disposición del prestatario que desee y sepa flexibilizar la estructura de su endeudamiento con vistas a conseguir los objetivos básicos de su política de deuda.

Un rasgo específico de las preocupaciones del Tesoro en este campo de la deuda externa ha sido —y sigue siendo— la multiplicidad de prestatarios españoles que actúan en los mercados internacionales. Empresas públicas, organismos oficiales y grandes empresas privadas, como las eléctricas y las concesionarias de autopistas, pueden —y suelen— concentrar a veces

en muy pocos mercados y con escasa diferencia de tiempo sus operaciones. Ocasiones ha habido en los últimos años en las cuales, en el curso de un trimestre, no menos de cuarenta prestatarios españoles han estado planeando, negociando o firmando simultáneamente operaciones de endeudamiento exterior en sólo cuatro mercados.

El Tesoro, como miembro activo de la Comisión Interministerial de Financiación Exterior (CIFEX), ha utilizado a fondo todas las posibilidades legales que a las autoridades monetarias confiere el Real Decreto 2549/1977 para exigir, ante todo, una planificación cuidadosa de sus operaciones de endeudamiento exterior a los prestatarios públicos o a los privados con garantía pública; complementada por la negativa a autorizar propuestas concretas cuando se juzgaban mal concebidas, extemporáneas o excesivamente costosas en relación con la calidad del prestatario concreto; simultáneamente, se puso en marcha un sistema de información destinado a permitir en todo momento un conocimiento actualizado de la situación de los distintos mercados internacionales, así como de las condiciones logradas por los prestatarios españoles en los mismos.

4. La coordinación entre la política de manejo de la deuda y la política monetaria

Era evidente desde un principio que la decisión de conceder a las emisiones de deuda la responsabilidad principal en la tarea de financiar el déficit público —relegando el recurso al crédito del Banco de España a un papel lo más secundario posible— ponía en primer plano el problema de afinar la conexión entre estos dos poderosos instrumentos.

La situación se presentaba, a finales de 1982, muy clara. La existencia de un déficit público importante y persistente, combinada con la necesidad de una política monetaria restrictiva —que se juzgaba vital para combatir la inflación y apoyar la evolución del tipo de cambio de la peseta—, planteaba un dilema inmediato. No podía seguir existiendo una duplicidad de instrumentos —los pagarés del Tesoro y los certificados de regulación monetaria del Banco de España— y, consiguientemente, de mercados, por lo que, a comienzos de 1984, se procedió a suspender la venta de certificados por el Banco de España, y el Tesoro se hizo cargo de la tarea de emitir los pagarés necesarios tanto para cubrir la mayor parte de la financiación —alrededor del 65 por 100— del déficit presupuestario como para facilitar el drenaje de activos de caja por parte del Banco.

En aquellos momentos esta deuda pública a corto plazo tenía tres clases de demandantes: las entidades de depósito que la adquirieron a raíz de las operaciones de canje con los certificados de regulación, a medida que éstos iban venciendo o por deseo de materializar en estos títulos del Tesoro sus excedentes de tesorería; las empresas y particulares que veían en los pagarés un instrumento idóneo para la materialización de los extremos más líquidos de sus carteras; por último, el propio Banco de España en cuanto precisaba adquirir pagarés con el fin de constituir una cartera que le permitiese drenar liquidez del sistema bancario mediante la oferta de estos activos.

A esas fuentes de demanda se unió muy pronto otra de considerable importancia. Efectivamente, a raíz de la publicación del Real Decreto-Ley 6/1984, de 8 de junio, las entidades de depósito se vieron forzadas a constituir una demanda cautiva en pagarés para cumplir el coeficiente de inversión en deuda pública del Estado o del Tesoro, que la citada norma implantó para ayudar a financiar el déficit y ayudar al control monetario.

Pero a los pocos meses, exactamente a finales del invierno de 1985, comenzaron a plantearse las primeras dificultades en el manejo de ambos instrumentos. La demanda de pagarés había ido creciendo rápidamente a lo largo del otoño y el invierno de 1984-85, debido sobre todo a la fuerte demanda por parte de las empresas y los particulares. El mecanismo fundamental de alimentación de tal demanda fue la cesión temporal de pagarés, con pacto de recompra, por parte de las instituciones financieras. Habida cuenta de que el Banco de España había pasado a considerar los activos líquidos en manos del público (ALP) como principal variable instrumental en su proceso de control monetario —en detrimento de las disponibilidades líquidas (M3)—, se produjo una autoalimentación muy notable en su tasa de crecimiento que llevó al Banco a intentar frenarla a partir de abril de 1985 mediante la oferta de pagarés de su cartera, en cesiones temporales primero, y a vencimiento después, a tipos más elevados que los que el Tesoro parecía dispuesto a aceptar en sus emisiones quincenales.

La situación se complicó por

los efectos derivados de la Ley 14/1985, que establecía el nuevo régimen fiscal de determinados activos financieros. Esta compleja y discutida Ley (4) considera rendimientos del capital mobiliario, y por ende las somete a retención, a las contraprestaciones de todo tipo que se satisfacen por la captación o utilización de capitales ajenos. De forma muy concreta, el texto legal considera tales la rentabilidad de todos los activos emitidos a descuento, con la excepción principal, pero no única, de los pagarés del Tesoro. Establece igualmente dos clases de retenciones: la general, del 18 por 100, y otra especial, del 45 por 100, de carácter anónimo y practicada en el momento de la primera colocación de determinados activos —fundamentalmente los emitidos por entidades de depósito. Por último, la Ley regula, en su aspecto menos discutible, las obligaciones de información de los retenedores, al objeto de asegurar la necesaria transparencia fiscal.

La discusión del proyecto de Ley originó una transformación masiva en pagarés de activos emitidos por entidades diferentes del Tesoro, habida cuenta de los privilegios fiscales de que éstos gozarían desde el momento de entrada en vigor de la Ley. En consecuencia, empezó a erosionarse la conexión hasta entonces existente entre los mercados de pagarés y los restantes mercados de activos financieros privados competitivos, que tan importante había sido para la eficaz transmisión de la política monetaria. Esta quiebra en el principio de utilización armónica de la política de manejo de la deuda y de la política monetaria se vio pronto ahondada por otras dos circunstancias: la primera, derivada estrictamente del régimen fiscal establecido por la ya citada Ley 14/1985; la otra, producto de la instrumentación aplicada por el Banco de España en su conducción de la política monetaria (5). Analicemos a continuación, sin detenernos en excesivos detalles, el primero de ambos factores.

La entrada en vigor de la ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros originó, como se acaba de indicar, un cuantioso flujo adicional de demanda de esta clase de deuda a corto plazo por motivos presumiblemente ligados a razones diversas de ocultación fiscal. Los beneficios de ésta, no obstante, se limitaban casi exclusivamente a los particulares, pero no a las entidades de depósito ni a la mayoría de las empresas. Se produjo, pues, una diferenciación en la demanda de pagarés: la proveniente de sujetos interesados en mantener la ocultación fiscal y eludir la retención, que adquirían pagarés a largo plazo y estaban dispuestos a aceptar rentabilidades bajas, y aquélla relacionada con el conglomerado de demandantes desinteresados en ocultar patrimonios o evitar retenciones, que dirigía sus peticiones a los plazos cortos y no estaba dispuesta a aceptar rentabilidades artificialmente bajas.

El resultado fue una curva de tipos de interés a corto invertida, con tipos más altos en los plazos hasta tres meses, aproximadamente, y más bajos a partir de los seis meses. Este perfil inicial fue acentuándose a medida que avanzaba el año 1985, con lo cual se ampliaba el diferencial entre los tipos de interés de los pagarés y los de los activos negociados en los restantes mercados monetarios. A los efectos directos que esta segmentación de mercados produjo en el grado de eficacia de la transmisión de las decisiones de política monetaria en el continuo de mercados a los cuales habitualmente afecta, debe añadirse la inestabilidad provocada en los multiplicadores monetarios y la consiguiente falta de fiabilidad en las sendas de intervención mensualmente trazadas por el Banco de España.

Comentemos ahora el segundo escollo antes indicado. Es bien sabido que la instrumentación de la política monetaria depende, en último lugar, de que el Banco sea capaz de atemperar el volumen de financiación neta ofrecida por el sistema bancario al ritmo de expansión de los ALP —antes de M3— perseguido por el Banco emisor. Pues bien, para ello debe contar con un marco de referencia razonablemente estable, de tal forma que pueda conceder créditos de regulación monetaria o colocar pagarés —antes sus propios pasivos— en los volúmenes adecuados a la finalidad antes señalada. Desde mediados de 1985 ese esquema se vio bruscamente alterado; las entidades de depósito perdieron alicientes para mantener excedentes sobre los coeficientes legales y disminuyó la posibilidad de colocarlos entre su clientela. La fluidez y eficacia de la política monetaria quedó así condicionada por dos factores ajenos al Banco: el deseo del público de obtener pagarés de las carteras de los mayoristas —fundamentalmente bancos y cajas de ahorros— y la política de emisión practicada por el Tesoro, política en la que iban a pesar cada vez más las consideraciones ligadas a la finalidad de reducir la carga financiera de la deuda, utilizando a fondo las

ventajas derivadas de la pretendida existencia de una bolsa gigantesca de defraudación fiscal en situación de disponibilidad permanente.

5. Regularizar la política de emisiones y afinar sus técnicas

Hasta 1983 el Tesoro había practicado una política de emisiones ciertamente imprevisible. El mercado de capitales desconocía las pautas de emisión del Tesoro y el simple rumor de que iba a abrir sus ventanillas originaba expectativas poco gratas entre los restantes emisores habituales, especialmente entre los de carácter público, a quienes no agradaba en absoluto competir con el Estado y menos aún verse relegados, a veces sin preaviso, a fechas diferentes de aquéllas para las cuales habían planeado cuidadosamente y con mucha anticipación su presencia en el mercado.

Por lo que al Tesoro respecta, el sistema utilizado tampoco era bueno. Aparecer esporádicamente, rodeando la emisión de un bombardeo publicitario, para desaparecer después en un letargo, en ocasiones de muchos meses, no era beneficioso. Desde un principio se orientaron los esfuerzos realizados en este campo a programar desde comienzos de año el calendario de emisiones, de tal forma que los inversores y los restantes emisores públicos y privados conociesen de antemano las fechas en las cuales el Tesoro iba a «estar en el mercado». Cierto que el objetivo no se ha cumplido aún a plena satisfacción, pues la observancia de los requisitos legales implícitos en el sistema de autorizaciones contenido en la Ley de Presupuestos y la necesidad de aprobación de las emisiones mediante decretos ha obstaculizado en más de una ocasión el respeto a los calendarios previamente trazados, si bien en 1987 se observa un empeño en superar esos obstáculos.

Esa política de regularización de las emisiones ha ido acompañada de un esfuerzo constante de divulgación y propaganda dirigido a insuflar entre el público inversor la idea de que siempre puede adquirir papel del Estado. Es decir, que cuando no hay emisiones la alternativa es un mercado secundario de deuda pública cada día más amplio y líquido.

Paralelamente, se intentó mejorar los métodos de emisión (6). Parecía a todas luces evidente que el sistema de emisión abierta, con tipo de interés prefijado, presentaba inconvenientes claros en épocas caracterizadas por tipos de interés fluctuantes y por condiciones inestables de mercado. La emisión de bonos del Estado al 16 por 100 de octubre de 1982 fue una muestra clara de los errores que los gestores de la deuda pueden cometer al utilizar este sistema de emisión.

Puesto que en 1983 no existía un mercado secundario amplio y flexible, ni contábamos en nuestro país con la tradición necesaria para ello, las ventajas características del sistema de emisión continuada difícilmente podían alcanzarse en nuestro país. Era claro, por tanto, que el Tesoro debía encaminar sus pasos hacia la implantación plena de un sistema de emisión basado en el juicio del mercado: me estoy refiriendo al sistema de subasta.

Tal sistema se aplicó inicialmente a la emisión quincenal de pagarés del Tesoro, para traspasarse después a la deuda a medio y largo plazo. Así, la emisión de obligaciones del Estado de octubre de 1983 fue la primera en la cual el Tesoro tanteó la situación del mercado para fijar el tipo de interés de sus títulos. El sistema no dejaba de tener sus propias dificultades —a las que se añadirían desde mediados de 1985 las derivadas de una interpretación rigorista de la ley de activos financieros—, lo cual explica que hasta 1986 no se haya aplicado a los bonos. Lo que sí parece claro es que en el futuro toda la deuda pública se emitirá por el procedimiento de subasta —exceptuando la llamada «deuda desgravable», desaparecida en 1987—, sin duda el más apropiado por las características de flexibilidad y minimización de coste que le adornan.

6. Ordenar los déficit asumidos

El crecimiento espectacular de la deuda pública entre 1982 y 1984 es consecuencia directa de la decisión de recurrir a los mercados de capitales para financiar el déficit presupuestario, reduciendo al mínimo posible su monetización en el Banco de España.

Pero, como he apuntado anteriormente, existen otros factores que han contribuido al déficit y que conviene, por tanto, tener en cuenta al comentar la evolución de la deuda pública y de su carga financiera. El primero de esos factores reside en decisiones políticas que cabe calificar de excepcionales y, en principio, irrepetibles: tales son la Ley 3/1983, de regularización de deficiencias presupuestarias y

créditos no contabilizados que, por un importe de 633,5 mil millones de pesetas a finales de 1985, suponía el 7,6 por 100 de la deuda pública viva a esas fechas.

Otro elemento excepcional es la emisión motivada por el saneamiento del grupo Rumasa; 440 mil millones de pesetas, que equivalen al 5,3 por 100 de la deuda viva al concluir ese mismo año.

A ese 12,9 por 100 cabe añadir un 4,9 que proviene de deudas del INI asumidas por el Estado —y que, por desgracia, se incrementarán al asumir nuevamente el Estado deudas del Instituto en el Presupuesto de 1987—; un 2,1 por 100 debido al saneamiento de corporaciones locales y comunidades autónomas; un 24,9 por 100 por emisiones de cédulas para inversiones —es decir, por la obtención de recursos destinados a proporcionar financiación privilegiada a determinadas actividades y sectores productivos privados—, y un 22 por 100 como consecuencia de la sustitución de los CRM del Banco de España por pagarés del Tesoro destinados a facilitar la regulación monetaria.

Gran parte de estas deudas constituyen un lastre para el Tesoro ante el cual éste nada puede hacer. Las únicas excepciones están constituidas por la motivada en la Ley 3/1983, por tratarse de un crédito del Banco de España sin interés y con un plazo de 40 años para su amortización, y aquellas que provienen de endeudamientos del INI, fundamentalmente los de carácter exterior. Aquí, el Tesoro, aprovechando ya en 1985 la favorable situación de nuestra balanza de pagos, inició una política de amortización anticipada que ha ahorrado cantidades muy considerables al país.

7. Mostrar a la opinión pública el coste real del déficit

La política ortodoxa de financiación del déficit tenía un último objetivo no perseguido explícitamente, pero que se juzgaba deseable a todas luces: el de mostrar con toda crudeza el coste del déficit público.

Una de las razones de la preferencia por la monetización del déficit público mediante el recurso al Banco de España, a pesar de sus evidentes desventajas de tipo macroeconómico, es que oculta temporalmente el coste de mantener el déficit. Aun cuando nadie podía ignorar la importancia que adquirió el pago de los intereses de los CRM emitidos por el Banco para controlar la expansión de la liquidez,originada por el déficit presupuestario, lo que podríamos denominar el «velo de la financiación del déficit» se ha seguido manteniendo, mostrando de forma palmaria cuán impermeables son los mitos a su destrucción por la razón. En efecto, la idea de que el recurso al Banco de España tan sólo mejora en apariencia las cuentas públicas y que basta consolidar Tesoro y Banco en un único agente económico para darse inmediatamente cuenta de la falacia encerrada en las supuestas ventajas de utilizar el crédito del Banco emisor, es un empeño que las luchas de los últimos años no han conseguido lograr.

III. LOS PROBLEMAS PENDIENTES EN LA POLITICA DE DEUDA

Este apartado se dedicará a analizar los problemas que la política de deuda pública tiene aún pendientes, problemas que debería resolver urgentemente si desea alcanzar la plenitud necesaria para convertirse en el instrumento de política económica que desde hace años aspira a ser.

Con el fin de sistematizar dichos problemas, los agruparé en cuatro grandes secciones: la primera trata las cuestiones referentes al establecimiento de un conjunto estable de instrumentos de deuda pública, así como de la cada vez más acuciante necesidad de proceder a un calendario regular de emisiones por parte del Tesoro. Después analizaré las múltiples y desfavorables repercusiones que la Ley de activos financieros ha tenido sobre la deuda pública y discutiré las, en mi opinión, urgentes reformas que la continuidad y perfeccionamiento de la política de deuda exige en la citada Ley. Las dos cuestiones finales se refieren a las ventajas derivadas de la implantación del sistema de anotaciones en cuenta autorizado por las leyes de Presupuestos Generales del Estado para 1986 y 1987, y a los problemas derivados de una mejor conexión entre la política de manejo de la deuda pública y la política monetaria.

1. Fijación del cuadro de instrumentos de deuda pública y regularización de su calendario de emisiones

Enfrentado a la que debiera ser la etapa definitiva en el asentamiento de su política de deuda pública, la primera tarea que el Tesoro debería acometer es la de ordenar con criterios claros y duraderos los distintos instrumentos con que llevarla a cabo.

Para ello resulta prioritario despejar las incógnitas y eliminar las gangas que oscurecen y desvalorizan el papel de los pagarés como instrumento a corto plazo. Hacerlo así supone, en primer lugar, desembarazar a ese intrumento de la función que hoy en día cumple como medio de cobertura de un coeficiente obligatorio. Mientras la persistencia del déficit público exija recoger fondos cautivos de las entidades de depósito para su financiación, la solución lógica consistiría en sustituir el actual coeficiente de pagarés por otro de cédulas del Tesoro no negociables y cuyo tipo de interés y plazos de amortización se fijarían por el Tesoro atendiendo a las condiciones de mercado, pero obviando el trámite actual de subasta que constituye, hoy en día, una pura apariencia.

La cláusula de no negociabilidad no impediría a las entidades sujetas al cumplimiento de este coeficiente la participación en un mercado restringido que, a modo y semejanza del mercado de financiación mutua de inversiones computables, contase con sistemas adecuados para facilitar su cobertura mediante la utilización del servicio telefónico del Banco de España.

La segunda hipoteca que actualmente pesa sobre los pagarés se refiere a su papel como refugio de evasión fiscal. Es claro que redimir esa carga precisa dos medidas teóricamente sencillas, pero que pueden exigir una cierta dosis de entereza política. La primera sería restituir a los pagarés su tratamiento inicial de activo fiscalmente transparente, con la consiguiente obligación para los intermediarios financieros y los fedatarios públicos de facilitar la información necesaria a las autoridades tributarias. Para ello bastaría con modificar la disposición adicional primera, uno, de la Ley 14/1985, así como el apartado 3 del artículo 23 del Real Decreto 2027/1985, que desarrolló reglamentariamente dicha norma legal.

Resulta evidente que si el gobierno se decidiese a dar ese paso debería ofrecerse a una buena parte de los actuales tenedores de pagarés la posibilidad de aflorar incrementos irregulares de patrimonio. El camino existe, como he explicado antes en una nota a pie de página, y estuvo a punto de utilizarse a comienzos de 1984: consistiría en permitir a aquellas personas la posibilidad de canjear los pagarés a su vencimiento por títulos de deuda, a tipos de interés muy bajo y con un régimen de fiscalidad normal, a cambio de regularizar su anterior situación.

Si esta decisión se llevase a la práctica, el pagaré recuperaría su carácter inicial de instrumento idóneo para la ejecución de la política monetaria del Banco de España y de funcionamiento de los mercados monetarios, tal y como luego intentaré demostrar.

He indicado antes que esta tarea de fijar, limpiar y devolver su pasado esplendor a los pagarés requiere una cierta dosis de decisión política. En primer lugar, porque supone reconocer que la Ley de activos financieros fue más allá de lo necesario en el tratamiento de la deuda a corto del Tesoro; en segundo término, porque obliga a encarar con realismo el problema que, desde hace muchos años, sucesivos gobiernos han pretendido esconder «bajo la alfombra» con advocaciones piadosas a la equidad fiscal.

Por todo ello, no cabe descartar que la solución finalmente adoptada sea otra. A saber, crear un nuevo instrumento de deuda a corto —llámese «certificados», «letras», «billetes» del Tesoro, o cualquier otro nombre parecido—, dotado de transparencia fiscal y que, emitido en condiciones de mercado —su única ventaja respecto a los restantes activos, públicos y privados, a corto plazo sería estar exento de retención— constituiría la base tanto para la instrumentación de la política monetaria como para el funcionamiento de los mercados de dinero. Solución ésta perfectamente plausible, pero que complicaría el actual panorama de la deuda pública y dejaría sin resolver el problema de los pagarés como refugio fiscal, al tiempo que prolongaría innecesariamente la situación de incertidumbre respecto a la sedimentación definitiva de un esquema estable de instrumentos de deuda pública, imprescindible para encontrar las técnicas de colocación más adecuadas y desarrollar unos mercados eficientes.

Los instrumentos de deuda a medio y largo plazo actualmente existentes —bonos y obliga-

ciones del Estado (7)— no tienen por qué sufrir modificaciones sustanciales.

La restante gama de problemas pendientes en la política de deuda que encaja en este apartado se refiere, fundamentalmente, a la necesidad de regularizar el calendario de emisiones de deuda pública. Solventado el problema legal de las autorizaciones —cuya solución más idónea podría ser la aprobación por el gobierno de un decreto a comienzos del año que facultase al ministro de Economía y Hacienda para regular por orden ministerial las condiciones y fechas de cada emisión concreta—, el Tesoro podría anunciar al comienzo de cada ejercicio presupuestario subastas trimestrales de obligaciones del Estado —por ejemplo, en marzo, junio, septiembre y diciembre— y de bonos en los restantes meses. Las subastas de deuda a corto plazo —se instrumentasen éstas en pagarés o en un nuevo activo— seguirían celebrándose quincenalmente.

Este es el esquema que parece haber adoptado el Tesoro con sus subastas mensuales de bonos del Estado. No se comprenden, sin embargo, las razones para haber descartado las emisiones regulares de deuda a largo plazo, a no ser una injustificada preocupación por los condicionantes del corto plazo.

2. El marco fiscal de la deuda pública

Las constantes innovaciones a que durante los últimos cuatro años se ha visto sometida la política de deuda pública —así como los mercados organizados en torno a ella— exigen un marco fiscal lo suficientemente flexible como para no entorpecer su desarrollo. Por desgracia, no ha sido esa la situación habitual en España, pues si bien la Ley 14/1985 ofreció, en principio, un conjunto de normas cuya incidencia en la política de deuda pública podía considerarse más o menos razonable, la posterior interpretación reglamentaria —y más aún su aplicación en la práctica cotidiana— lo ha ido transformando en una escolástica fiscal, cuyo espíritu último parece ser el de frenar toda innovación, y ello es especialmente grave para el doble objetivo que la política de deuda debe perseguir en el futuro inmediato: a saber, reducir el coste de la financiación del déficit presupuestario al tiempo que se sientan las bases y se facilitan los instrumentos para una ejecución flexible de la política monetaria.

Desde esta perspectiva, y mirando al pasado, he indicado ya mis diferencias respecto al tratamiento que la Ley 14/1985 otorgó a los pagarés. Ya afirmé que la exención de retención debía haber sido la única ventaja razonable concedida a la deuda a corto del Tesoro; las restantes han conducido a este instrumento a un callejón sin salida. Mirando hacia el futuro, lo importante, quizás, es no repetir los errores del pasado cuando se implante el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado. Este punto es de máxima importancia, puesto que son tres los campos en los cuales la interpretación de la Ley 14/1985 y del Real Decreto 2027/1985 puede obstaculizar el funcionamiento deseable del sistema de anotaciones: primero, en los sistemas de emisión y negociación en los mercados secundarios; segundo, en la necesidad de que el funcionamiento sirva a las necesidades de instrumentación de la política económica; tercero, respecto a la conveniencia de permitir al mercado la creación de nuevos activos a partir de los valores emitidos por el Tesoro. Examinemos a continuación, y con un cierto detalle, esos tres puntos.

La interpretación que se dé a determinados preceptos de la Ley de activos financieros afecta directamente a las técnicas de emisión de deuda del Estado, y de forma muy especial cuando se emplea la técnica de subasta. En efecto, es bien sabido que las primeras subastas de obligaciones se realizaron de acuerdo con un procedimiento según el cual cuando existían ofertas en las que el tipo de interés solicitado era igual o inferior al tipo medio de la subasta, estas ofertas pagaban el 99,5 por 100 del valor nominal de los títulos solicitados. Por el contrario, en aquéllas en las que el tipo de interés solicitado era superior al tipo medio de la subasta, el Tesoro utilizaba un procedimiento especial para determinar el precio a pagar por cada título; procedimiento que aseguraba que el tipo de rendimiento obtenido era el de un título por el cual se había pagado el 99,5 por 100 de su valor nominal y cuyo tipo de interés fuese el solicitado por el concurrente a la subasta.

Pues bien, parece que una interpretación excesivamente rigurosa del concepto de «intereses y demás contraprestaciones por la cesión de capitales ajenos», incluido en el artículo octavo, 1, de la tan citada Ley 14/1985, ha obligado al Tesoro a modificar sus sistemas de emisión, tal y como se deduce de la lectura de la OM de 9 de mayo de 1986 por la que se dispone la emisión, por vez primera me-

diante subasta, de bonos del Estado. Y es que en su artículo 3.2 se sustituye el sistema anteriormente descrito de la prima del 0,5 por 100 por el pago de un «cupón complementario de intereses, prepagado», al tiempo que cambia el sistema de subasta al llamado «sistema holandés», practicado en las subastas quincenales de pagarés.

Las consecuencias de esta decisión me temo que no auguren nada bueno para el futuro. En primer lugar, la implantación generalizada del sistema de subasta holandesa supondría para el Tesoro un mayor coste de emisión, al obligar a dar a todas las ofertas aceptadas el rendimiento marginal; pero, además, si se entiende que no pueden subsistir como títulos de una misma emisión con rendimientos explícitos —tal cual las de bonos y obligaciones del Estado—, títulos con primas de emisión diferente —pues éstos se transforman en títulos con rendimiento implícito y existen tantas emisiones como grupos de títulos con primas diversas— y títulos emitidos a la par, la fungibilidad de unos y otros desaparecerá y los mercados secundarios, que precisan para su buen funcionamiento emisiones amplias y homogéneas, se fragmentarán y paralizarán en detrimento del emisor.

El segundo punto es igualmente importante, pero en este caso afecta también a la política monetaria. Me explico. En principio, la deuda pública emitida por el sistema de anotaciones en cuenta no debería tener especiales dificultades de encaje en el marco de la Ley 14/1985. Las deudas del Estado —bonos y obligaciones, pues la desgravable ha desaparecido el 1 de enero de 1987— constituyen activos financieros con rendimiento explícito, y sus rendimientos están claramente sometidos a retención. Lo que no debería estar sometido a retención son los posibles rendimientos puestos de manifiesto como consecuencia de las transmisiones que de dichas deudas se efectúen, los cuales habrían de gravarse como incrementos de patrimonio. Dentro de esta óptica cabrían tanto las operaciones en las cuales el activo —en este caso la deuda— se cede hasta su vencimiento como aquellas otras, que serán más frecuentes, en las cuales vendedor y comprador convienen simultáneamente en recomprar en una fecha intermedia entre la de la venta y la de la amortización deuda pública de la misma emisión y por igual valor nominal.

No puede, en mi opinión, sostenerse que este tipo de operaciones —constitutivas de una auténtica compra-venta de títulos— da lugar a un rendimiento implícito, y ello tanto si en la misma se ceden los derechos económicos anejos al título como si el vendedor-comprador se reserva tales derechos. La razón es que en ambos casos la deuda en cuestión no altera su carácter de activo financiero con rendimiento explícito.

El someter a retención esas operaciones, por considerar que los títulos de la deuda se convierten en un activo con interés implícito, tendría dos consecuencias especialmente dañinas, ya que a la complicación que añade en el cálculo de cada operación se superpone la necesidad de extender certificaciones en cada adquisición y aportarlas en cada transmisión, exigencia imposible de cumplir en un mercado en el cual cada valor puede ser objeto de múltiples transmisiones entre diversas entidades durante un mismo día.

En el ámbito específico de la esfera monetaria, la exigencia de retención impediría el funcionamiento flexible de los mercados de deuda pública idóneos para la realización de las operaciones de control monetario. Este requiere, casi por definición, mercados amplios y profundos, y en los que actúen intermediarios interesados siempre en canalizar los títulos públicos hacia las carteras de los inversores últimos. Pero aquéllos necesitan, a su vez, contar con un tratamiento fiscal que asegure la existencia de operaciones destinadas a financiar sus tenencias de deuda pública, financiación que proviene fundamentalmente de operaciones de cesión temporal. Por lo tanto, en la medida en que las diferencias de precio entre la adquisición y la enajenación estén sometidas a retención se impediría gravemente el funcionamiento del mercado y, en definitiva, las posibilidades abiertas al Banco de España para instrumentar su política de control monetario mediante compraventa de títulos del Estado en el mercado abierto.

Queda como tercer y último punto el referente a la posibilidad de recortar las oportunidades de innovación financiera que los mercados pueden encontrar en el sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública, y de las cuales el principal beneficiario sería el propio Tesoro público. Al escribir tengo en mente, de forma muy especial, la posibilidad de separar derechos económicos y principal de la deuda, negociándolos por separado. Ello significa, en otras palabras, que el activo inicial se transforma en dos activos diferentes: en uno, la rentabilidad proviene de

la recuperación del principal en el momento de la amortización; en el otro, del flujo periódico de intereses esperado hasta la amortización. Serían, por lo tanto, posibles operaciones de transmisión en firme, de derechos económicos y de principal, y de compra-venta simultáneas tanto de los unos como de los otros.

Por la relativa novedad que esta posibilidad supone, conviene ante todo no perderse en su base jurídica para no concluir, después, en un tratamiento fiscal erróneo que haga inviable esta operatoria. Ante todo debe recordarse que es práctica antigua en nuestros mercados bursátiles la venta de derechos de suscripción preferente de los títulos de renta variable. Esos «cupones» no son sino derechos que se pueden desgajar del título principal y transmitir, estando su régimen fiscal fijado claramente en los artículos 75 del reglamento del impuesto de sociedades y 84 del referente al impuesto sobre la renta. Por lo tanto, nada se opone a que en la deuda pública se separen los derechos económicos del principal, pues deben considerarse accesorios a éste y se negocian separadamente.

La Ley 14/1985 no establece concretamente el régimen fiscal aplicable a estos derechos accesorios de los valores en que se materializan unas modalidades de deuda pública con rendimiento explícito. Pero en buena lógica jurídica tales derechos accesorios son la manifestación de unos rendimientos explícitos, y sobre ellos debería practicarse la retención habitual del 18 por 100. Si lo que se produce es una diferencia entre el precio de adquisición del derecho económico y el de su posterior venta como consecuencia de una operación «doble», típica en estos mercados, creo que un correcto tratamiento fiscal debería considerar dicha diferencia como un incremento del patrimonio, y en modo alguno un rendimiento del capital mobiliario; tesis únicamente defendible, a mi juicio, si esos derechos económicos tuvieran la consideración de activos financieros con rendimiento implícito, lo cual no cuadra con el concepto, nunca discutido, de título valor con interés explícito que tradicionalmente se ha dado a la deuda del Estado.

Por similares razones, las operaciones que pudieran efectuarse con el principal de la deuda pública —ya fuesen su venta a vencimiento o su cesión temporal con pacto de recompra— deberían gozar de un tratamiento fiscal igualmente claro desde un principio. Si la operación es a vencimiento, resulta palmario que el tenedor de la deuda no deberá sufrir retención alguna y que la diferencia entre el precio de compra y el importe percibido a la amortización deberá considerarse incremento del capital mobiliario. En el caso de una operación «doble», la diferencia de precios constituirá, asimismo, un incremento del patrimonio, pues la separación de los derechos económicos del título no convierte a éste en un activo con rendimiento implícito.

En resumen, sería deseable que estas consideraciones no se echasen en saco roto, impidiendo, mediante una interpretación fiscal injustificadamente rigurosa, que el Tesoro obtenga las grandes ventajas de todo orden que la implantación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública promete. Además, no se trataría de favorecer fórmulas de opacidad informativa ni mermas de los ingresos del Fisco; tan sólo de potenciar el desarrollo de técnicas y mercados que disminuirían, a buen seguro, el coste de la deuda emitida en el futuro.

3. El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado

El desarrollo de un sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública a medio y largo plazo, completando así el ya instaurado para los pagarés del Tesoro, constituirá, sin duda, el último paso hacia el objetivo de contar con un mecanismo ágil y económico de emisión y negociación de activos públicos.

La experiencia de otros países, que cuentan con mercados financieros complejos y dotados de una gran variedad tanto de instrumentos como de agentes, es que la emisión, negociación, compensación y liquidación de títulos públicos —y también privados— exige sistemas que, simultáneamente a la agilización de aquellos trámites, disminuyan al máximo los costes y riesgos anejos a los mismos.

La implantación en España del sistema de liquidación y compensación de títulos-valores, a raíz de la publicación del decreto 1128/1974, permitió desvincular la tenencia de valores de los títulos físicos y estableció la fungibilidad de los mismos. La idea matriz del decreto, a saber, la inmovilización y desmaterialización de los títulos-valores, no pudo llevarse completamente a cabo por varias razones, entre las cuales la pugna que enfrentó a las Bolsas de Comercio y a las entidades de depósito respecto a la utilización y dominio

del llamado sistema de fungibilidad no fue la menor (8).

La Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1986 estableció, en su artículo 40, uno, A.b., la autorización para crear un sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, reiterando el artículo 38, cuatro, a y b, de la ley correspondiente a 1987 idéntica autorización. Desde el punto de vista del Tesoro y del propio Banco de España, la gran ventaja de ese sistema será el nacimiento de mercados mayoristas, dominados por instituciones financieras, interesadas unas en mantener en sus carteras saldos importantes de deuda pública como inversión, que además constituye una segunda línea de liquidez, y abocadas otras a la faceta de mera intermediación. Más cercano cada vez el día en que los coeficientes obligatorios de inversión constituyan un lejano recuerdo, la emisión de deuda pública en cantidades apreciables y al menor coste posible exige el desarrollo de mercados mayoristas amplios y flexibles. Simultáneamente, la existencia de estos mercados permitirá la instrumentación plena de la política monetaria del Banco de España mediante operaciones de mercado abierto con deuda pública.

Por estas razones, y otras cuya enumeración ahorro al lector por ser de sobra conocidas, resulta lamentable el retraso (quince largos meses) sufrido en la implantación del sistema de anotaciones. Preciso es reconocer que en la complejidad de su puesta a punto reside una parte de dicho retraso. La infraestructura informática y de telecomunicaciones, así como la necesidad de concordar los intereses encontrados de multitud de instituciones, plantean dificultades importantes. No obstante ello, las causas básicas de la demora deben achacarse a otros tres motivos: la novedad doctrinal que el propio sistema de anotaciones supone, las dificultades para que algunos sectores acepten cambios desfavorables a sus intereses propios y los problemas de encajar la riqueza operativa que incorpora en el rígido corsé de la Ley de activos financieros. A este último obstáculo acabo de dedicar algunos comentarios, ahora haré una breve referencia a la problemática jurídica inherente a la aparición del sistema de anotaciones.

Como bien nos enseñan nuestros tratadistas de derecho mercantil, la incorporación del derecho al documento en que consiste el título-valor constituyó un paso decisivo en el desarrollo de los mercados de capitales. Con el paso de los años esos mercados se fueron enriqueciendo con la difusión de nuevos títulos y, simultáneamente, con la diversidad de funciones y objetivos a que aquéllos sirvieron. Pero acaso lo más importante en este aspecto sea que la masificación de títulos ha trastocado el orden de prioridades, de tal forma que el título-valor, que comenzó siendo un medio de favorecer el proceso de financiación de las iniciativas empresariales, ha pasado a convertirse en un obstáculo para tal fin.

Pues bien, la aparición de los modernos sistemas informáticos abre soluciones a la cada vez más urgente y difícil tarea de manejar los millones de títulos —públicos y privados— que hoy en día se emiten y negocian en los mercados. No puede por lo tanto extrañar que el Estado, cuya actividad como emisor de títulos ha sido muy notable en los últimos años ante la necesidad de financiar el déficit público, tome la iniciativa y busque configurar las emisiones de deuda pública mediante un sistema de anotaciones en cuenta apoyado en ordenadores, propiciando así un tratamiento jurídico que cada vez se aleja más de la doctrina tradicional del título-valor.

La incógnita que ahora se plantea —y es ésta una incógnita que deben resolver los tratadistas y no los políticos o los practicones del mercado, como quien esto escribe— es acerca de la naturaleza de esas anotaciones en cuenta. De todas formas, pienso que dicha discusión cerraría de entrada las líneas probablemente más fructíferas de análisis si insistiese en encasillar sus consideraciones en fórmulas discutidas en exceso. En efecto, no creo que al estudiar la naturaleza jurídica de las anotaciones convenga aceptar el dilema según el cual se trata de simples cesiones de crédito o de títulos-valores *sui-géneris*, incluso si por tal se entiende la «desmaterialización» de los títulos a la que la Ley de finanzas francesa de 1982 dio carta de naturaleza.

Aún más criticable, por artificiosa, sería la fórmula, defendida por algunos, que combinaría el título-valor y la anotación en cuenta mediante la emisión de un «macrotítulo» sobre el cual se establecerían las anotaciones en cuenta, que serían el objeto de las transmisiones en los mercados secundarios. Repitiendo de nuevo que me siento lego en este campo, tengo la intuición de que la base teórica está más bien en el concepto de derechos-valores que no en fórmulas ancladas, de uno u otro modo, en el título-valor.

De acuerdo con esa óptica, el sistema de anotaciones constituiría un procedimiento informático capacitado para permitir la tenencia de valores emitidos por el Tesoro público, y a través del cual sus adquirentes documentarían la posesión de derechos frente al Estado, pudiendo negociar y transmitir en los mercados secundarios que se creasen tales valores. Esta concepción, que supone, por así decirlo, el último paso en el abandono del papel como medio de transmisión y ejercicio de los derechos relativos a los valores mobiliarios, es, por otra parte, bastante antigua. Si no recuerdo mal, se plasmó por vez primera en Alemania mediante un decreto de 5 de enero de 1940, en el cual una emisión de obligaciones del Estado se materializó, inicialmente, en *créditos registrados de la deuda*. O sea, que las anotaciones en cuenta serían lo que la doctrina alemana denominó *wertrechte* o «derechos valores» (9).

Dicho esto, ¿cómo resumir la importancia que, ante el futuro, cobra una cuestión aparentemente tan técnica como el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado? La respuesta es bien sencilla: tanto el Tesoro, para su tarea de emisor, como el Banco de España, para la instrumentación de la política monetaria, precisan mercados amplios y profundos en los cuales colocar deuda en las carteras del público y de las entidades financieras. Mientras no se cuente con sistemas que aseguren una operatoria ágil, económica y flexible —además de un sistema fiscal neutral, como se indicó antes— tales intentos constituirán un empeño incalcanzable, y lo que es peor, los mercados buscarán sus propias soluciones —lo cual está ocurriendo ya, en cierto modo, ante los injustificables retrasos sufridos en la aprobación del Real Decreto regulador del sistema de anotaciones— al margen de la deuda pública.

4. Política de deuda y política monetaria (10)

Mientras continúen los déficit públicos y el endeudamiento del Estado, uno de los objetivos básicos de la política de deuda pública debería ser la promoción de unos mercados amplios y líquidos, dejando cada vez más de lado el tradicional recurso al crédito del Banco de España.

Es para mí evidente, y he intentado ilustrarlo a lo largo de este trabajo, que la Ley de activos financieros constituye un obstáculo para conseguir tal finalidad. Esta norma legal ha estado influyendo en la estructura de la demanda de activos a corto plazo, privados y públicos, por las familias y las empresas. A lo largo del primer semestre de 1986 el componente de la demanda menos sensible a las variaciones en la rentabilidad de los pagarés intensificó su demanda, para ir reduciéndola posteriormente a medida que el Tesoro aprovechaba tal circunstancia y recortaba los tipos de interés de emisión y, al mismo tiempo, aparecían fórmulas alternativas para seguir manteniendo fondos fiscalmente ocultos o para aflorarlos sin peligro. Por su parte, el componente de la demanda más sensible a los tipos de interés inició incluso antes su retirada de la deuda pública a corto plazo. El resultado ha sido un descenso en la renovación de pagarés por parte de tenedores no sometidos a coeficiente, paliado en parte por las obligaciones de información fiscal recientemente impuestas a determinadas modalidades de operaciones de seguros.

Por su parte, las entidades de depósito han seguido, como era de esperar, la política de mantener en cartera estrictamente el nivel exigido legalmente. Prueba de ello es que de unos excedentes cifrados en un 1,2 por 100 en enero de 1986 se ha pasado al 0,2 por 100 tanto a finales de septiembre del mismo año como en febrero de 1987.

Está claro que cara a 1987 lo que podría calificarse, con ánimo puramente decriptivo, como política «continuista» en la financiación del déficit público va a ser realmente difícil. Dicho en otras palabras: me parece muy arriesgado seguir utilizando con la liberalidad del pasado el crédito del Banco de España, y no creo prudente confiar en el paraguas de la Ley de activos financieros para financiar a bajo coste una parte apreciable del déficit mediante la colocación de pagarés; especialmente si, como parece, la política monetaria va a tener un claro signo restrictivo al menos durante la primera parte del año.

Rehuir esas tentaciones continuistas requiere, sin embargo, poner en práctica dos decisiones difíciles: reducir el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España y proporcionar una gama de deuda pública que tenga en cuenta tanto las distintas situaciones fiscales de los inversores como sus expectativas de inflación y sus preferencias de plazo.

Los problemas que la amplísima capacidad de apelación del Tesoro al Banco crea a la política monetaria son diversos. Ante todo, ha entorpecido una acción más decidida de contención del déficit. Pero además la magni-

tud de éste y el deseo de rehuir el auténtico coste de su financiación obligaron a utilizar coeficientes legales como forma de consolidación de deuda a corto, a costa de acrecentar las distorsiones en el sistema financiero y estimular una desintermediación artificial. Por añadidura, la concentración de la financiación del déficit en el mercado interbancario contribuyó a elevar los tipos de interés de las operaciones de drenaje realizadas por el Banco de España para evitar la monetización efectiva del recurso del Tesoro, y a erosionar la cuenta de resultados del Banco de España hasta alcanzar un punto límite, al mismo tiempo que retrasaba el desarrollo de los mercados de deuda. Es claro que la única solución duradera a este cúmulo de efectos perversos reside en el establecimiento de un marco legal que limite el recurso del Tesoro al Banco emisor a los puros desfases de tesorería y le obligue a reducirlo a cero al finalizar el ejercicio presupuestario. Como ello necesitará tiempo, la solución inmediata pasa por una estrecha colaboración entre el Tesoro y el Banco al objeto de miniminar tan negativas consecuencias, y la mejor fórmula reside en utilizar una política de deuda basada en ampliar la oferta de títulos a medio y largo plazo, con vistas a sustituir una parte apreciable de los pagarés hoy en día en manos del público y de los colocados en las carteras bancarias, eliminando, en un horizonte temporal bien definido, el coeficiente. De esta forma se facilitaría el desarrollo de un amplio mercado secundario de deuda, permitiendo cambios en la instrumentación del control monetario, que se concebiría como una forma de refinanciación permanente de carteras de deuda pública mantenidas por las entidades bancarias y otros mediadores en dichos mercados, de magnitud cambiante en función de los objetivos de la política monetaria. Se fomentaría así la demanda de títulos por parte de dichas instituciones.

De acuerdo con esta orientación, la deuda del Tesoro se seguiría emitiendo mediante subastas quincenales por cuantías y en condiciones que tuviesen presentes tanto las necesidades de financiación del déficit y minimizar la carga financiera de la deuda viva como los problemas que, en cada momento, debe resolver el Banco de España como organismo ejecutor de la política monetaria y de cambios. Simultáneamente, se complementarían esas emisiones con otras mensuales de bonos y trimestrales de obligaciones, con la finalidad de conseguir una estructura temporal más adecuada de la deuda y una distribución más regular de la apelación del Tesoro a los mercados de capitales.

Esta política fortalecería, sin duda, el papel del mercado primario de deuda pública, limitándose la operaciones del Banco de España a un terreno más estricto del control monetario. Ello supone trasladar el peso del desarrollo del mercado a las instituciones financieras privadas y establecer las bases para un aumento de la actividad de éstas en los mercados secundarios. A fin de que esta actividad pudiera desarrollarse con éxito, sería preciso eliminar aquellos obstáculos que dificulten un funcionamiento eficiente de dichos mercados: así, junto a las pautas impuestas en el mercado primario, que implican un flujo de actividad y de información más regular y ordenado, sería preciso pasar inmediatamente a un sistema de anotaciones en cuenta, establecer normas de compensación y liquidación similares a las vigentes en el mercado de pagarés del Tesoro centrado en torno al Banco de España y estimular la aparición y desarrollo de entidades que doten de liquidez y transparencia a los mercados de deuda pública, estando dispuestas a comprar y vender títulos a los precios establecidos en cada momento.

Una política semejante de deuda pública facilitaría una nueva instrumentación de la política monetaria del Banco de España. Hoy en día, y a diferencia de los bancos centrales más activos en este campo, el Banco de España realiza dicha función mediante dos instrumentos distintos: ventas de pagarés del Tesoro —hasta el vencimiento o con compromiso de recompra—, en el caso de la detracción de liquidez, y préstamos de regulación, normalmente a un día, en el caso contrario. Esta doble instrumentación, justificada por la inexistencia de segundas líneas de liquidez en las carteras de las entidades de depósito, materializadas en activos monetarios, y en la carencia de un mercado secundario eficiente de los citados activos, ha perdido ya casi todo su sentido. Desde el momento en que las entidades de depósito mantuviesen carteras suficientes de deuda del Tesoro o del Estado, sería posible utilizar un único instrumento para operaciones de ajuste de la liquidez en ambos sentidos —inyección o detracción—, sustituyendo los actuales préstamos de regulación por la compra, con compromiso de reventa, de unos y otros títulos de deuda pública.

Creo que nunca se insistirá bastante en que esa orientación

que propugno permitiría una instrumentación muy flexible de la política monetaria, al tiempo que estimularía la demanda bancaria de deuda pública, como ocurre en otros países, favoreciendo la actividad de las entidades financieras como agentes en los mercados de deuda y contribuyendo a una mejor transmisión de los efectos de la política monetaria sobre los mercados financieros. Este marco de coordinación entre la política de manejo de la deuda y la política de control monetario está, por así decirlo, al alcance de la mano, y su implantación en la práctica depende de la decisión política por parte de las autoridades monetarias. Esa decisión ha de ser fruto del convencimiento de sus ventajas tanto para la financiación del déficit como para una mayor flexibilidad en la instrumentación de la política monetaria.

NOTAS

(1) No entro aquí a discutir el complicado entramado contable que permite mantener interpretaciones diferentes, cuando no contradictorias, sobre su magnitud durante los últimos años. El *Informe* del Banco de España, al discutir la evolución del sector público durante 1985, ofrece una muestra de esa complicación. Tampoco me interesa, por no ser la finalidad de ésta mi aportación a PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, dilucidar cuál sería la magnitud del déficit si la importante contribución al mismo que representa la carga de intereses se deflactara por cualquier índice de precios que se juzgara adecuado.

(2) En el período que separa 1978 de 1985, el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España contituyó prácticamente el 50 por 100 de la necesidad de endeudamiento neto —o déficit de caja— del Estado. Hubo años, como 1978 y 1980, en que esa vía financió prácticamente el desequilibrio del Estado; por el contrario, en 1983, el recurso al banco emisor supuso tan sólo el 11 por 100 del déficit de caja.

(3) A título de recordatorio, en 1981 los gastos financieros del Banco, solamente por emisión de estos activos, ascendieron a 40,5 millones de ptas.; tal cantidad supuso el 50 por 100 del total de los gastos financieros, el 36,4 por 100 de los gastos totales del Banco y el 32,6 por 100 de los beneficios traspasados al Tesoro. En el ejercicio siguiente los gastos derivados de la emisión de CRM fueron de 156,7 miles de millones de ptas.; es decir, 82,8 por 100 de los gastos financieros en que el Banco de España incurrió, el 68,6 por 100 de sus gastos totales y el 119,6 por 100 de los beneficios traspasados al Tesoro. Para concluir, en 1983, último año en el cual el Banco emitió certificados, los intereses pagados por la colocación de certificados ascendió a 275,1 miles de millones de ptas. Esta cantidad supuso el 98 por 100 de todos los gastos financieros, el 63 por 100 de sus gastos totales y el 595 por 100 de los beneficios traspasados ese año al Tesoro.

(4) La Ley 14/1985 estuvo rodeada desde su gestación de fuertes polémicas, a las que no fueron ajenas ni las diferentes concepciones teóricas de quienes las protagonizaron ni, desde luego, los fuertes intereses económicos a los que afectaba. Por todo ello, acaso convenga recordar algunos hitos de esas polémicas.

La totalidad de los responsables del Ministerio de Economía y Hacienda eran conscientes, a mediados de 1983, de la necesidad de enfrentarse con el fenómeno conocido como los NAF (nuevos activos financieros). Los pagarés, letras, certificados de depósito y otros activos que se habían desarrollado durante los últimos años en los mercados financieros tenían como característica esencial el ser instrumentos empleados para la captación de recursos de terceros, fijándose su retribución por la diferencia entre el tipo de emisión y la cantidad comprometida a reembolsar al vencimiento.

Era claro que dichos instrumentos, concebidos originalmente como medios de efectuar operaciones comerciales o financieras en el ámbito meramente privado, desbordaron éste y se pusieron al servicio de la captación de recursos ajenos por parte de entidades de depósito o grandes empresas. Aparte de las perturbaciones que en el proceso de control monetario introdujo el desplazamiento entre diversas modalidades de pasivos bancarios que el desarrollo de los NAF llevó aparejado, el aspecto más irritante para el Ministerio era, sin duda, tanto la ausencia de retención como la carencia de un sistema de control fiscal sobre la titularidad de estos activos. Existía el convencimiento firme de que los NAF constituían un refugio del fraude fiscal existente. Esa situación quebraba el principio de generalidad respecto a las rentas del trabajo y las demás rentas de capital controladas.

La solución del problema de los NAF planteaba cuestiones de suma importancia:

a) ¿Cómo incluir los NAF en el mismo régimen de retenciones e información fiscal que otros activos como, por ejemplo, las acciones y obligaciones privadas, o la deuda pública del Estado, preservando en el mayor grado posible el funcionamiento de los mercados creados en torno a estos activos?

b) ¿Qué hacer con la deuda a corto plazo del Estado —los pagarés del Tesoro— en un momento en que era preciso financiar un cuantioso déficit presupuestario y convenía suministrar al Banco de España un nuevo instrumento para la ejecución de la política monetaria?

c) ¿Cuál era la decisión aconsejable para las importantes bolsas de fraude fiscal que se presumía existentes? ¿Permitir su aflora-ción aplicándoles un tipo de recargo razonable o no permitirla, pero ofrecerlas un vehículo que aprovechase al Tesoro en sus problemas de financiación del déficit público?

La respuesta inicial a este triple dilema fue bastante sencilla:

a) Se aplicaría el tipo general de retención —el 18 por 100— en el momento de la emisión o cuando fuesen exigibles, obligándose a informar sobre las retenciones practicadas.

b) Sólo se exceptuaba de la obligación de retener en los rendimientos —que el proyecto de decreto-ley definía como la diferencia entre el valor de emisión o primera colocación y el comprometido a reembolsar al vencimiento— la deuda del Tesoro.

c) Se permitía la afloración, en la declaración de impuesto extraordinario sobre el patrimonio de 1983, de rentas ocultadas, aplicándoles un tipo reducido del 15 por 100 con carácter general o del 7 por 100 si tales incrementos de patrimonio se materializaban en la suscripción de una deuda pública especial que el Tesoro emitiría durante 1984.

El proyecto de decreto-ley, cuyo texto recibió el informe favorable del Consejo de Estado, fue objeto de dos tipos de críticas: las internas, de quienes creían que los pagarés deberían estar sometidos al mismo sistema de retención que los restantes activos financieros; las externas, del sector bancario, de quienes, temerosos de la competencia que a sus pasivos podría originar un activo público como el diseñado en el proyecto de decreto-ley, buscaron asegurarse una parcela de la supuesta «economía sumergida» mediante la implantación del llamado «modelo francés». Según sus panegiristas aquende los Pirineos, este modelo —establecido además por un gobierno socialista— ofrecía la existencia de una triple oportunidad para recoger fondos fiscalmente ocultos: a) bonos nominativos, emitidos por los bancos, en los cuales el titular está plenamente identificado y se hallan sujetos a una retención del 10 por 100. El titular de los mismos está obligado a incluir en la declaración del impuesto sobre la renta sus rendimientos; b) bonos nominativos que, mediante una retención del 45 por 100, evitan a su titular la inclusión de los rendimientos en su declaración de renta; c) bonos anónimos. En ellos no consta el titular, no se puede investigar quién es y los rendimientos están sometidos a una retención del 50 por 100.

Es curioso recordar que los defensores de esta idea atacaban veladamente al proyecto de decreto-ley por suponer una amnistía fiscal encubierta, poniendo de relieve cómo el «modelo francés» conservaba el derecho de la inspección fiscal a investigar las fuentes de las rentas que habían producido los fondos invertidos en la adquisición de los bonos anónimos.

Ante el fuego cruzado de ambos sectores críticos, los pilares del proyecto de decreto-ley comenzaron a erosionarse. El resultado fue que los máximos responsables ecónomicos soltaron primero el supuesto lastre de la afloración de rentas ocultas por temor a vestirse el sambenito de la amnistía fiscal; a continuación se aceptó una versión modificada del «modelo francés»; quizás como contrapeso al otorgamiento de mayores privilegios a los pagarés del Tesoro. Nació así la Ley 14/1985, de 29 de mayo, Ley en la que el Tesoro jamás depositó entusiasmo alguno, por entender que sus desventajas a plazo medio superaban con creces el favorable efecto de asegurar a corto plazo una demanda cautiva. Pero los problemas no se zanjaron con la publicación, sino que continuaron con sus normas de desarrollo: la Orden Ministerial de 30 de mayo de 1985 y el Real Decreto 2027/1985, de 23 de octubre.

La primera estableció las condiciones de emisión de los «activos franceses» de tal forma que sólo unos niveles de tipo de interés a la japonesa o a la alemana en los títulos públicos harían posible la existencia efectiva de aquéllos. Para desencanto de sus patrocinadores, la realidad se ha encargado de demostrar lo baldío de los intensos esfuerzos desplegados para conseguir la consagración de su modelo en el texto legal. En cuanto al Real Decreto 2027/1985, el problema ha sido que su aplicación práctica ha hecho desaparecer los mercados creados en torno a unos activos que parecían a punto de enraizarse, para bien, en nuestro sistema financiero; pero es más, un cierto espíritu que calificaría de escolástica fiscal está a punto de extender la interpretación de las normas del citado Real Decreto de forma tal que entorpezca muy decisivamente la propia política de deuda del Tesoro. Ello sería tanto más irónico cuanto que podría suceder en unos momentos en los que, simultáneamente, comienzan a percibirse signos de relajamiento en el temor reverencial que la Ley 14/1985 y sus normas de desarrollo implantaron entre los diversos agentes operantes en estos mercados.

(5) Véase a este propósito el apartado 3 del capítulo III del *Informe Anual* del Banco de España correspondiente a 1985.

(6) Este extremo lo he discutido más extensamente en mi colaboración, titulada «Déficit público, política de deuda y política monetaria: una visión crítica», en la obra *La Deuda Pública*, Madrid, 1982.

(7) La Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1987 contempla la supresión de la desgravación del 15 por 100 para todas las emisiones de renta fija, incluida la deuda del Estado.

Esta decisión, perfectamente lógica desde una óptica que busque la neutralidad fiscal respecto a los mercados de capitales —y por ello no se entienden las razones para mantener la desgravación respecto a los títulos de renta variable—, supone la desaparición de la llamada «deuda desgravable del Estado». Quizás fuese ésta la ocasión de lanzar un nuevo instrumento destinado a un sector del público inversor poco habituado a los mercados de valores y que, en una medida difícilmente cuantificable, pero sin duda importante, ha estado utilizando durante los últimos meses las cesiones temporales de pagarés del Tesoro ofrecidas por las instituciones bancarias como método para rentabilizar y canalizar sus ahorros. Con las precisas adaptaciones fiscales, instrumentos parecidos a los «Inflation adjusted Saving Bonds» neozelandeses, los «National Savings Certificates» ingleses o los «US Savings Bonds» americanos podrían arraigar entre nosotros y ofrecer una nueva vía al Tesoro.

No entro a discutir en detalle las reformas aconsejables en el actual sistema de comisiones por colocación practicado por el Tesoro. Concebido inicialmente para potenciar la colocación de los títulos del Estado entre un público poco familiarizado con ellos, intentaba incitar a las entidades financieras participantes en el mismo mediante una gradación que concedía comisiones más elevadas a medida que se iban superando ciertos niveles de colocación.

El interés mostrado por numerosas entidades en suscribir deuda del Estado se ha traducido durante los últimos tiempos en el cobro de comisiones sustanciales, superiores incluso a las practicadas por numerosos emisores privados. Se diría que haya un margen razonable para disminuirlas en 1987, sin detrimento en la eficacia intrínseca del mecanismo como medio auxiliar para una colocación elevada y sin provocar alzas excesivas en los tipos nominales.

(8) Afortunadamente, esa pugna está en vías de solución gracias a los trabajos de la comisión creada por mandato de la OM de 19 de noviembre de 1985, que recientemente ha elevado sus conclusiones al Ministerio de Economía y Hacienda.

(9) A este propósito, me han resultado muy esclarecedores tanto el informe de Manuel Olivencia al proyecto del Real Decreto creando el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, titulado «Observaciones sobre el proyecto de Real Decreto por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado», Sevilla, 1986 (mecanografiado), como el artículo de José María de Eizaguirre «Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores», publicado en la *Revista de Derecho Mercantil*, nº 163, 1982. En todo caso, el Banco de España organizó un ciclo de conferencias dedicado a esta problemática, que aparecerá recogido en un libro de próxima publicación.

(10) Reitero aquí algunas de las ideas que expuse en mi intervención en las *XIII Jornadas de Mercado Monetario*, celebradas en mayo de 1986 en Lisboa.

DOS ASPECTOS DE INTERES EN LA EVOLUCION RECIENTE DE LOS PAGARES DEL TESORO

El papel desempeñado por el pagaré del Tesoro en los mercados financieros, con especial referencia al mercado interbancario, y la valoración del descenso de los tipos de interés de este activo en términos de costes son los dos aspectos objeto del análisis de **Ignacio Ezquiaga, Raquel Ramírez** y **Javier Soriano**. En este trabajo, los autores concluyen, por una parte, que el pagaré del Tesoro ha dejado de ser un instrumento eficaz de gestión de Tesorería a raíz de la nueva regulación fiscal de mayo de 1985, y que, por ello, ya no es nexo de unión entre los mercados financieros a corto plazo.

Por otra, que la intervención del Banco de España en el mercado de pagarés a través de las ventas de su propia cartera (sin justificación de control monetario en largos períodos de tiempo) y la «prima fiscal» subyacente en la rentabilidad de estos títulos, tras la entrada en vigor de la nueva regulación, son cuestiones que deben valorarse como costes del descenso «nominal» de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro.

Finalmente, como consecuencia de estas conclusiones, los autores ven la necesidad de sustituir el sistema de los pagarés (segunda línea de liquidez, instrumento de drenaje monetario, importante pasivo público y activo con condiciones fiscales opacas a la inspección), por un sistema alternativo, basado en una amplia gama de deudas públicas a corto y largo plazo, sin las condiciones fiscales del pagaré.

INTRODUCCION

EN este trabajo nos interesa delimitar algunos de los efectos que los pagarés del Tesoro han tenido sobre los mercados monetarios y financieros en los últimos años, fundamentalmente desde dos puntos de vista: el que se preocupa del papel jugado por el pagaré en la estructura de tipos de interés del mercado, por una parte; y el que busca los aspectos específicos que han contribuido al proceso de descenso de sus rentabilidades, y sus costes, en un contexto de creciente endeudamiento público, por otra.

El desarrollo del pagaré del Tesoro como un instrumento de gestión de Tesorería en el mercado monetario ha llevado parejas una serie de consecuencias sobre el funcionamiento operativo del mercado, pero también sobre la relación entre éste y el resto de los mercados financieros. Si bien la utilización del pagaré como segunda línea de liquidez (por su potente mercado secundario) ha reportado efectos muy claros sobre la cohesión y la organización del mercado de dinero y ha posibilitado la rentabilización de la tesorería de las instituciones financieras, no debe olvidarse que el pagaré ha servido también de nexo de unión entre el mercado monetario y el resto del sistema financiero.

La repercusión de estas funciones sobre la estructura de tipos de interés del sistema es la cuestión que se plantea la primera parte del trabajo. Ello es abordado desde un punto de vista histórico, de forma que esta sección ha sido dividida en apartados que corresponden a cada una de las etapas atravesadas por el pagaré. El análisis histórico es relevante en el sentido de que permite dilucidar la relación entre los cambios institucionales o legislativos y las funciones desempeñadas por el pagaré del Tesoro en la organización del mercado y en la estructura de tipos de interés.

La segunda parte plantea, con una pretensión puramente tentativa, dos aspectos que deben tenerse en cuenta a la hora de valorar el proceso de descenso de los tipos de interés de los pagarés: la intervención del Banco de España en el mercado de pagarés del Tesoro y la «prima fiscal» que suponen las características específicas de este activo en relación con el resto de activos financieros.

La utilización del pagaré del Tesoro como instrumento de drenaje por parte de la autoridad monetaria —con una influencia importante sobre el desarrollo del mercado secundario—, se analiza, no desde la óptica del control monetario, sino como un mecanismo con una incidencia

efectiva sobre el mercado de pagarés del Tesoro, sobre los volúmenes de suscripción y su estructura temporal, y sobre las rentabilidades percibidas por los suscriptores. De esta forma, se pretende estudiar el papel jugado por el Banco de España, como agente colocador de pasivos del Tesoro, en la divergencia existente, en ciertos períodos, entre los tipos de interés a la emisión y las rentabilidades efectivamente percibidas por las entidades suscriptoras de estos títulos.

Paralelamente, el análisis realizado describe algunos de los factores que deben tenerse en cuenta a la hora de estudiar las repercusiones de la naturaleza fiscal del pagaré del Tesoro, de características únicas en el mercado de activos financieros desde la promulgación de la nueva regulación de mayo de 1985.

Con los dos puntos de vista señalados, el trabajo pretende concluir que el pagaré del Tesoro debe ser sustituido por otros pasivos públicos en el desempeño de las funciones que aquél ejercía antes de que la regulación fiscal le otorgara un carácter específico (segunda línea de liquidez interbancaria, instrumento de drenaje del control monetario, elemento cohesionador de los distintos mercados financieros, tipo de interés de referencia). Esta sustitución —también se concluye— no debe caer en el error que supone el mecanismo de emisión de los pagarés del Tesoro hasta ahora utilizado: deben implementarse formas de emisión que no precisen *necesariamente* de la intervención del Banco de España como colocador (sin pretensiones directas de control monetario) de pasivos públicos. Debe, pues, fomentarse la coordinación entre las autoridades monetarias y definirse claramente las funciones del Banco de España, con el fin de evitar costes que no puede distribuir el mercado.

I. EVOLUCION HISTORICA DEL PAGARE DEL TESORO

La regulación de la emisión y negociación de los pagarés del Tesoro ha ido atravesando diferentes etapas desde el año 1981 hasta el año 1984. Estas pueden clasificarse de acuerdo con una serie de características, como son: los agentes económicos que tienen la posibilidad de suscribirlos, los procedimientos de emisión, la finalidad de las emisiones, los métodos de adjudicación de las peticiones aceptadas y, finalmente, la materialización de los pagarés de los particulares (1).

Lo que nos interesa aquí es delimitar el momento en el que los pagarés del Tesoro producen importantes cambios estructurales en los mercados financieros a corto plazo, y analizar el consiguiente efecto sobre la evolución de los tipos de interés de estos mercados.

Las transformaciones a las que nos referimos y las nuevas relaciones entre los tipos de interés tienen su origen en las novedades introducidas en la regulación de la emisión y la negociación de los PT, que permiten al público suscribir estos títulos en igualdad de condiciones con el resto de las instituciones financieras a partir del primer trimestre de 1982. No obstante, no es hasta 1984, fecha en la que el mercado de PT se convierte en un mercado amplio, profundo y flexible, cuando es posible observar una nueva estructura de relaciones entre los mercados monetarios y sus precios.

Con el fin de alcanzar a comprender los cambios operados en los mercados monetarios y sus tipos de interés, vamos a hacer un repaso resumido del funcionamiento del interbancario desde 1981 hasta 1986 para demostrar que el PT introduce elementos de competencia en los mercados monetarios, los cuales provocan nuevas relaciones entre los tipos de interés de estos mercados, que podemos resumir en tres períodos:

1) Desde la introducción del PT hasta que se crea un mercado profundo y líquido, los tipos del depósito en el interbancario discurren lejos de los precios de los demás mercados monetarios.

2) Cuando el PT se convierte en un importante instrumento de gestión de tesorería para las entidades y en una atractiva inversión a corto plazo para los particulares, los tipos del depósito del interbancario evolucionan tomando como referencia los tipos del pasivo bancario.

3) Cuando el PT deja de emitirse en igualdad de condiciones al resto de activos monetarios (Ley de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros), el tipo del depósito interbancario vuelve a comportarse sin referencia al resto de los tipos a corto plazo.

1981

Los pagarés del Tesoro comenzaron a emitirse en 1981 recibiendo una mala acogida por las rigideces inherentes a sus condiciones de emisión. En

CUADRO N.° 1

EMISION BRUTA DE PAGARES DEL TESORO (NOMINAL). DISTRIBUCION POR SUSCRIPTORES
(Miles de millones)

			Banco de España		*Banca y Cajas*		*Otras inst. finan. (1)*		*Público (2)*	
	Total	*Va. %*	*Total*	*Va. %*	*Total*	*Va. %*	*Total*	*Va. %*	*Total*	*Va. %*
1981	30,0		0,3		28,2		1,4		0,1	
1982	131,5	338,3	51,3	17.000,0	32,6	15,6	9,9	607,1	37,7	37.600,0
1983	1.391,2	957,9	780,3	1.421,1	474,2	1.354,6	24,4	146,5	112,3	197,9
1984	3.684,8	164,9	2.370,4	203,8	996,8	110,2	45,3	85,7	272,3	142,5
1985	4.708,1	27,8	1.811,4	(23,6)	2.602,6	161,1	44,9	(0,9)	249,2	(8,5)
1986	4.962,8	5,4	1.052,7	(41,9)	3.496,8	14,3	47,6	(6,0)	365,7	46,7

(1) Otras instituciones financieras
a) Entidades de crédito oficial.
b) Entidades de crédito cooperativo.
c) Entidades de seguros.
d) Mutualidades de previsión social.
e) Sociedades y fondos de inversión mobiliarios.
f) Entidades de financiación.
g) Sociedades de garantía recíproca y del segundo aval.
h) Sociedades de crédito hipotecario.
(2) Público
a) SMMD.
b) Agentes y corredores.
d) Otros.

Fuente: Boletín Estadístico. Banco de España, noviembre 1986.

efecto, los PT, que representan un pasivo a corto plazo para el Tesoro y cuyo primer objetivo fue financiar el déficit de las AAPP, sólo fueron susceptibles de ser suscritos por unas pocas entidades financieras, siendo cinco millones la cantidad mínima que se podía suscribir. En el cuadro número 1 hemos recogido la emisión bruta de PT habida desde 1981 hasta 1986 en términos totales y subdividida por tenedores o suscriptores. En estas condiciones, la emisión bruta en este año sólo alcanzó 30 m.M., a pesar de presentar una rentabilidad del 16,08 por 100 en media ponderada anual y de ser un activo financiero sin riesgo que, debido al corto plazo de emisión, resultaba ser el activo financiero que, en ese momento, mejor protegía el poder adquisitivo del ahorro de los particulares de una inflación creciente.

1982 y 1983

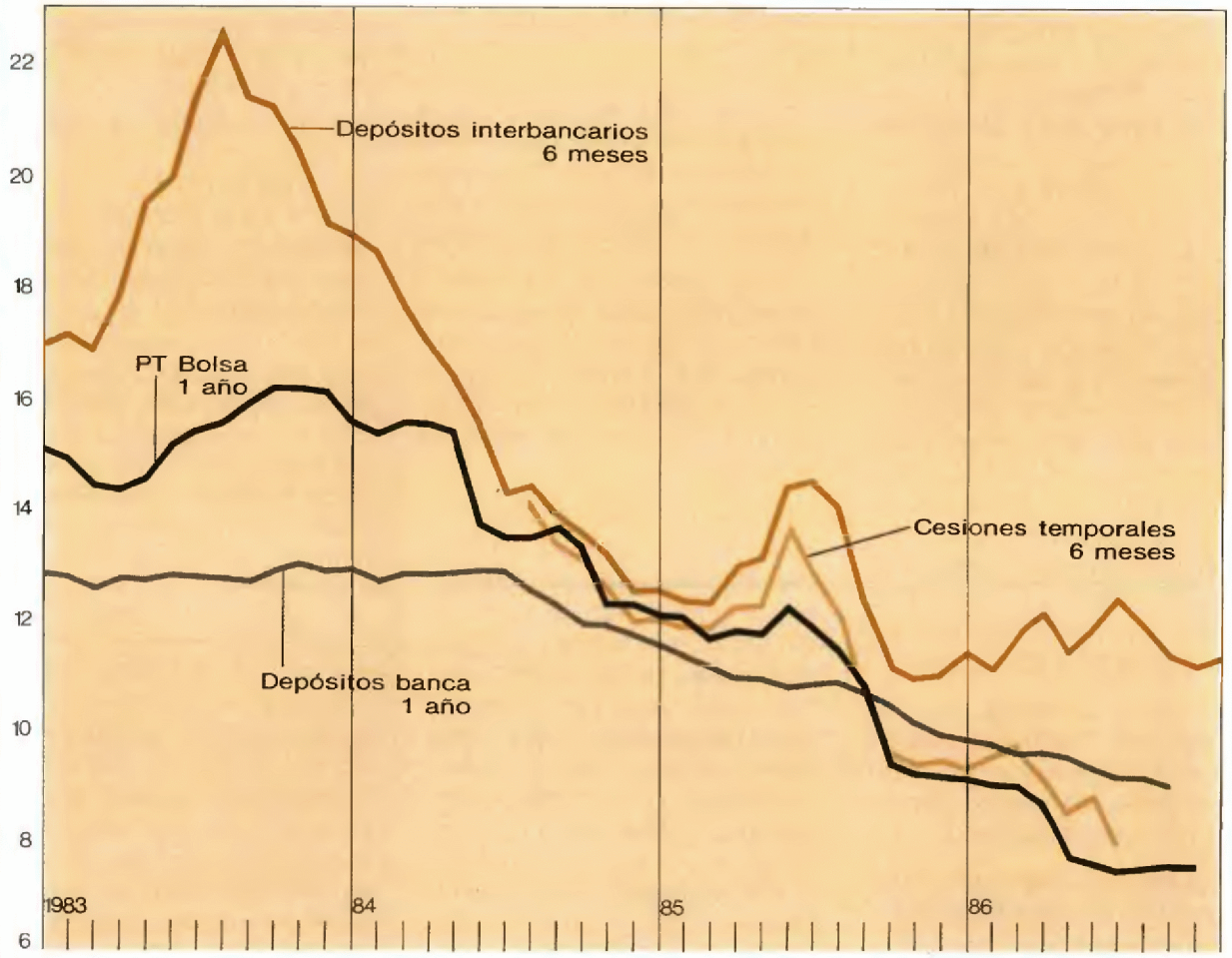
Tampoco en 1982 y 1983 el PT se convirtió en un activo capaz de producir una mayor integración entre los diversos mercados y de introducir elementos permanentes de competencia entre éstos. No obstante, en estos años comenzaron a sentarse las bases para que el mercado de PT alcanzara una relevancia capaz de introducir transformaciones en los mercados monetarios.

El cambio más significativo fue que, a partir de abril de 1982, cualquier inversor podía suscribir estos títulos. Esta segunda etapa intentó, además, facilitar la colocación de los títulos entre los pequeños inversores, al disminuir la suscripción mínima de 5 M. a 1 M. y, posteriormente en noviembre de 1983, a 500.000 pesetas. En este año la emisión bruta alcanzó la cifra de 131,4 m.M. nominales, habiendo suscrito el Banco de España el 39 por 100 de este total. La banca privada y las cajas de ahorros suscribieron el 25 por 100; otras instituciones financieras el 11 por 100, mientras que el público aumentó enormemente su participación respecto al año anterior, siendo tenedor del 25 por 100 del total emitido (ver cuadro n.° 1).

Por consiguiente, la novedad que introdujo el Tesoro en este año fue poner en circulación pagarés a corto plazo que competían por el ahorro del sector privado directamente con las entidades de crédito y ahorro. A pesar de esta desregulación del mercado de emisión de los PT, éstos siguieron manteniendo una participación marginal en las carteras de títulos de los particulares y esto a pesar de la prima en términos de rentabilidad que llevaba el título público.

En el año 1983 aumentó la emisión bruta de PT más del 900 por 100 en relación al año anterior, hasta alcanzar la cifra de 1.391,2 m. M. nominales. El Banco de España fue el tenedor que más aumentó su cartera de estos títulos, suscribiendo 780,3 m. M. nominales. La banca privada y las cajas de ahorros aumentaron su suscripción más del

GRAFICO 1
ESTRUCTURA DE LOS TIPOS DE INTERES EN LOS MERCADOS MONETARIOS



Nota: Hemos utilizado el tipo de los PT en Bolsa con el fin de poder contar con una serie de mercado secundario desde 1983. Por otra parte, el comportamiento de estas rentabilidades y las del mercado secundario de PT en el interbancario sigue una evolución similar, por lo que nos ha parecido adecuada esta elección.

1.300 por 100 en relación al año anterior. Otras instituciones financieras el 146 por 100 y el público el 198 por 100 (ver cuadro número 1).

De este modo, el PT fue ganando importancia en el tramo a corto de las carteras de activos financieros de las entidades de crédito y de los particulares, pero todavía no se convirtió en un elemento clave del mercado de depósitos de las instituciones financieras, capaz de influir sobre la formación de precios en este mercado.

Y esto porque, hasta ese momento, ni la cartera de PT de las entidades era suficientemente importante, ni las preferencias del público por colocar sus ahorros en estos títulos estaba suficientemente definida, ni la autoridad monetaria usaba los PT como instrumento de drenaje de los excedentes de liquidez del sistema, ni tampoco se habían regulado los mecanismos de negociación y materialización de los PT que agilizarían su transmisión entre entidades, así como entre éstas y los particulares (2). Obviamente, dada esta estructura de mercado, los PT ni jugaron el papel de amortiguador en momentos de tensionamientos de los tipos del interbancario ni presionaron sobre la remuneración de los depósitos bancarios.

Es fácil observar el casi nulo juego que realizaron los PT como activo de gestión de tesorería viendo el gráfico 1. El año 1983 es un año en el que se vivieron fuertes tensionamientos de precios en el mercado interbancario. El depósito a 6 meses se situó entre el 16,78 por 100 (media mensual) en el mes de marzo y el 22,46 por 100 en agosto. En cambio, el PT en Bolsa fluctuó entre el 14,30 por 100 de abril y el 16,14 por 100 de noviembre. El diferencial entre la curva del mercado interbancario a seis meses y la del PT en Bolsa a un año marcó el espacio existente para arbitrar entre ambos mercados, efecto que hubiera limitado la diferencia de precios entre uno y otro. Sin embargo, esto no ocurrió así, produciéndose, en los meses centrales del año, diferencias de hasta 7 puntos porcentuales.

Tampoco creemos que en este año el PT se convirtiera en un activo capaz de competir con el depósito bancario por el ahorro de los particulares.

El gráfico 1 refleja una rentabilidad del depósito bancario a un año muy estable, a niveles situados entre el 12,50 y el 12,97 por 100 para el conjunto del año. Sorprende que fuera posible mantener el ahorro de los particulares remunerado a estos niveles, cuando el PT en Bolsa estuvo, como hemos visto, entre 2 y 3 puntos porcentuales más alto. Esta diferencia entre la remuneración de un activo como el PT y la del depósito bancario, cuando el título público presentaba las ventajas de ser una inversión sin riesgo, sin retención fiscal y con mayor liquidez que el depósito bancario tradicional, sólo fue posible mantenerla hasta que el PT se comercializó y se generalizó como alternativa de colocación de ahorros entre los particulares.

Desde 1984 hasta el nuevo régimen fiscal de activos financieros

El año 1984 se abrió con la reordenación de los esquemas de coeficientes y la remodelación de los mecanismos de intervención del Banco de España.

Y esto porque en el transcurso de 1983 había quedado patente el desgaste de los instrumentos de regulación de liquidez y las dificultades que esto suponía para el logro de los objetivos monetarios.

En efecto, desde 1983 se sucedieron una serie de hechos que acrecentaron las dificultades de control monetario. En primer lugar, se arrastraban las perturbaciones de las crisis bancarias, puesto que, para conseguir el reflotamiento de estas instituciones, se permitió que, transitoriamente, no cumplieran coeficientes legales, no encontrando éstas, por tanto, ningún límite a la expansión de su negocio bancario. En segundo lugar, éste fue un período en el que los procesos de desintermediación e innovación financiera, como respuesta a las elevadas tasas de inflación, presentaron un crecimiento notable, contribuyendo al crecimiento de la liquidez «no controlada» por el Banco de España. Finalmente, el déficit de las AAPP también contribuyó al crecimiento de la base monetaria, y su financiación resultaba cada vez más problemática para las autoridades monetarias.

En este contexto, se permitió a lo largo de 1983 una aceleración en el crecimiento de la oferta de activos de caja. Cuando en el mes de agosto se decidió drenar liquidez del sistema, se optó por utilizar, por tercera vez en los últimos ocho meses, una subida de los coeficientes obligatorios de la banca privada y las cajas de ahorros como instrumento de control monetario. En efecto, la utilización de los coeficientes obligatorios había sido el recurso más utilizado por la autoridad monetaria para drenar liquidez en el año 1983. Este mecanismo de control, que es el más brusco de encajar y que altera la formación de precios en el mercado, al ocultar el verdadero coste de financiar el déficit del sector público, puso de manifiesto, tanto para las entidades del sistema bancario como para las autoridades, la necesidad de diseñar un mecanismo nuevo de financiación de estos déficit.

El nuevo ordenamiento de coeficientes se realizó transformando los depósitos obligatorios y las carteras de certificados de regulación monetaria y pagarés del Tesoro en unos nuevos coeficientes de caja y deuda pública. El nuevo mecanismo de intervención en los mercados monetarios se instrumentó a través de las ventas de la cartera de pagarés del Banco de España a vencimiento o con pacto de recompra. El éxito de este nuevo esquema para financiar el déficit y controlar la liquidez se aseguró por dos vías. Por una parte, se creó una demanda forzosa de pagarés por parte de las entidades, al obligar a materializar el nuevo coeficiente de deuda pública en PT. Por otra, excluyendo de la base de cómputo de los coeficientes los recursos captados por las instituciones financieras mediante cesiones temporales de pagarés del Tesoro.

Estos cambios en la regulación de los mercados monetarios, propiciados por la necesi-

dad de financiar los déficit de las AAPP de forma más eficiente y ordenada, provocaron cambios estructurales importantes en los mercados financieros a corto plazo, al producir una mayor integración entre éstos, con el consiguiente efecto sobre los precios practicados en ellos, tema del que es objeto nuestro análisis.

A lo largo del año 1984, el Banco de España permitió incrementos transitorios muy elevados de la liquidez del sistema provocando una senda descendente en los tipos de interés del interbancario. Esta actitud permisiva, por parte de la autoridad monetaria, se justificó en base a los siguientes hechos. En primer lugar, los bancos y las cajas aumentaron considerablemente sus excedentes de liquidez por incertidumbres relacionadas con los nuevos mecanismos de drenaje. En segundo lugar, el Banco de España tampoco conocía la eficiencia del nuevo instrumento hasta que, a mitad del año, no entrase en vigor el coeficiente de deuda del Estado y del Tesoro. Finalmente, no parecía conveniente añadir presión sobre la peseta en los mercados cambiarios manteniendo elevados los tipos de interés.

Como consecuencia de estos hechos, podemos observar en el gráfico 1 que los precios de los depósitos en el interbancario evolucionaron a la baja ininterrumpidamente a lo largo de 1984. El hecho que nos interesa destacar es que, desde mitad de año, los tipos interbancarios fueron ajustándose a los tipos de los PT negociados en Bolsa y a los tipos pasivos bancarios, desmarcándose de los tipos activos bancarios, a los que habían estado ligados durante 1983.

Las razones de esta evolución creemos que están asociadas a la ampliación del mercado de PT. En el momento en que este mercado adquirió profundidad y liquidez, generalizándose tanto las ventas con pacto de retrocesión como las ventas en firme entre entidades y entre éstas y el público, se habían creado las condiciones para que el PT se convirtiera en un poderosísimo instrumento para materializar los excesos de tesorería de las entidades, lo cual explica el ajuste del tipo en el interbancario con los precios de los PT en Bolsa. El acercamiento de estos últimos a los tipos de los pasivos bancarios se debió al nexo de unión, creado por el PT, con el mercado de captación de recursos tradicionales del sistema bancario.

Y así, en el momento en que el PT desempeñó la función mencionada para los intermediarios financieros, cualquier tensionamiento del precio del depósito en el interbancario era neutralizable, recuperando las entidades posiciones más líquidas mediante la venta de PT, en firme o con pacto de recompra, a los particulares.

Igualmente, el público podía reaccionar en contra de cualquier deslizamiento de la remuneración de los depósitos bancarios, colocando sus ahorros en PT, desarrollándose, por consiguiente, un arbitraje entre ambos mercados que se ocupó de mantener sus respectivos precios dentro de unos diferenciales mucho más ajustados que en 1983.

De nuevo, es posible observar en el gráfico 1 cómo los tipos del depósito interbancario a seis meses siguieron una tendencia en 1984 mucho más clara que en 1983, dentro de la evolución general descendente que les imprimió la política monetaria permisiva en ese año. Su nivel se situó ligeramente por encima del precio del PT en el mercado bursátil, pero nunca observó oscilaciones bruscas, propias de fuertes estrecheces de liquidez en el mercado de depósitos de las entidades. Es en este sentido en el que pensamos que la profundidad y liquidez adquirida por el mercado de PT hacia 1984 permitió a este mercado actuar de amortiguador en momentos de tensionamiento del interbancario, suavizando, en gran medida, sus oscilaciones.

También en este gráfico es posible observar el acercamiento que se produjo entre los tipos de los PT negociados en Bolsa y los de los depósitos bancarios a lo largo del año. La diferencia entre ambos en el último mes de 1984 es de 0,55 puntos porcentuales, frente a los 3,25 puntos del último mes del año anterior.

Podemos observar la importancia de este mercado y la flexibilidad que va desarrollando al comparar la distribución por suscriptores de las emisiones brutas de PT y los saldos en circulación de éstos sin ajustar o los pagarés adquiridos en firme y los saldos ajustados por operaciones temporales.

En el cuadro n.° 1 se observa que la banca privada y las cajas de ahorros realizaron una suscripción de 996,8 m. M. nominales en el año 84, acudiendo a las subastas de primario. Sin embargo, en ese mismo año el saldo a diciembre de los PT en firme, en poder de la banca, alcanzó la cifra de 1.521,1 m. M. y de 1.173,2 (cuadro n.° 2) la cantidad mantenida por las cajas.

Los respectivos saldos ajusta-

CUADRO N.° 2

PAGARES DEL TESORO EN CIRCULACION Y OPERACIONES TEMPORALES
(Saldos ajustados y sin ajustar)

		Banco de España			*Total (excepto BE)*			*Banca privada*			*Cajas de ahorros*			*Otras inst. financieras (3)*			*Público*		
	Total	*Saldo sin ajustar*	*C-V neto*	*Saldo ajust.*	*Saldo sin ajustar*	*C-V neto*	*Saldo ajust.*	*Saldo sin ajustar*	*Ajuste (1)*	*Saldo ajust.*	*Saldo sin ajustar*	*Ajuste (1)*	*Saldo ajust.*	*Saldo sin ajustar*	*Ajuste (2)*	*Saldo ajust.*	*Saldo sin ajust.*	*Ajuste (2)*	*Saldo ajust.*
1981	30,0	0,3	0,0	0,3	29,7	0,0	29,7		0,0			0,0			0,0			0,0	
1982	115,0	3,2	0,0	3,2	11,8	0,0	11,8		0,0			0,0			0,0			0,0	
1983	1.310,0	707,2	0,0	707,2	602,8	0,0	602,8		0,0			0,0			0,0			0,0	
1984	3.675,4	447,7	−440,7	7,0	3.227,7	440,7	3.668,4	1.521,1	152,5	1.673,7	1.173,2	−29,8	1.143,3	143,4	−22,7	120,7	390,0	240,8	730,8
1985 mayo	4.606,5	513,4	−266,4	247,0	4.093,1	266,4	4.359,5	2.057,9	−452,3	1.605,3	1.444,5	10,8	1.455,2	175,2	−55,7	119,5	415,5	764,0	1.179,5
1985 dic.	5.100,3	447,6	−123,8	323,8	4.652,6	123,8	4.776,4	2.329,8	−1.050,9	1.283,7	1.479,1	−318,1	1.161,1	157,9	−32,6	125,3	685,7	1.520,5	2.206,2
1986 jun.	6.721,1	594,3	0,0	594,3	6.126,8	0,0	6.126,8	3.377,3	−2.216,0	1.158,4	1.472,6	−419,7	1.054,2	153,9	−107,8	46,1	1.123,0	2.745,1	3.868,1
1986 dic.	5.962,8	427,7	−0,4	427,3	5.535,0	0,4	5.535,4	3.184,3	−2.110,8	1.076,1	1.245,7	−303,7	942,1	145,5	−108,0	37,5	959,5	2.522,9	3.482,4

(1) Ajuste
a) Operaciones temporales.
b) Discrepancias estadísticas.
Sólo aparecen datos operaciones temporales.
(2) Ajuste
a) Operaciones temporales.
b) Discrepancias estadísticas.
Aparecen datos ambas.
(3) Otras instituciones financieras
a) Entidades de crédito cooperativo.
b) SMMD.
c) Entidades de crédito oficial.
d) Organismos internacionales.
(4) Otros
a) Entidades de seguros.
b) Juntas y agentes.
c) Entidades de inversión colectiva.
d) Otras entidades financieras.

Fuente: Boletín Estadístico. Banco de España, noviembre 1986.

dos por operaciones temporales arrojaron cantidades de 1.673,7 m. M. y 1.143,3, siendo por tanto la banca privada compradora neta de estos títulos por operaciones temporales, y las cajas de ahorros vendedoras netas. Las diferencias entre estos saldos y los de suscripción en primario da una idea del desarrollo que había adquirido el mercado secundario de estos títulos.

El público es el gran comprador del mercado secundario. Mientras que en 1984 suscribió 272,3 m. M. nominales en las subastas ordinarias, su saldo en diciembre, teniendo en cuenta el saldo neto de operaciones en firme, alcanzó 390,0 m. M., y ajustado por operaciones temporales, 730,9 m. M.

Asimismo, la medida en la que los PT pasaron a ser instrumentos de gestión de tesorería para los intermediarios financieros puede observarse en el cuadro número 3, donde aparecen los saldos ajustados por operaciones temporales para la banca privada y las cajas de ahorros divididos entre títulos retenidos por coeficiente y de libre negociación. De los 1.673,6 m. M. en poder de la banca en diciembre de 1984, el 28 por 100 eran títulos de libre circulación. Las cajas mantenían la misma proporción, siendo 1.143 m. M. su saldo ajustado en la misma fecha. Estos excesos sobre coeficientes dan idea de la relevancia adquirida por el PT como amortiguador de tensiones en los mercados financieros a corto plazo.

Desde mediados de 1985 hasta la actualidad

La relación establecida entre los tipos de interés de las operaciones interbancarias de depósito y los de los depósitos bancarios, gracias a los elementos de competencia y permeabilidad aportados por los PT, siguió produciéndose hasta la primera mitad de 1985.

En la mitad de este año se volvió a alterar la estructura de precios de los diferentes activos negociados en los mercados financieros a corto plazo, debido a la entrada en vigor de la ley que regula el nuevo régimen fiscal de determinados activos financieros. A partir de este momento, pasaron a considerarse rendimientos de capital mobiliario y, por tanto, a estar sujetos a retención cualquier contraprestación por la captación o utilización de capitales ajenos, a excepción de los PT.

Por esta causa, el PT dejó de ser un título emitido en igualdad

CUADRO N.º 3

PAGARES DEL TESORO EN CIRCULACION
Saldos ajustados (miles de M.)

	Retenidos por coeficiente			*De libre negociación*		
	Banca	*Cajas*	*Total*	*Banca*	*Cajas*	*Total*
Enero 1985	1.214,3	840,4	2.054,7	748,5	412,1	1.160,6
Febrero	1.101,8	785,3	1.887,1	866,2	500,3	1.366,5
Marzo	1.097,0	799,3	1.896,3	615,9	479,7	1.095,6
Abril	1.102,9	811,3	1.914,2	516,1	611,6	1.127,7
Mayo	1.112,5	823,1	1.935,6	492,8	632,1	1.124,9
Junio	1.117,5	814,0	1.931,5	638,0	697,1	1.335,1
Julio	1.108,5	840,3	1.948,8	488,4	603,7	1.092,1
Agosto	1.087,2	848,3	1.935,5	481,8	568,4	1.050,2
Septiembre	1.097,9	854,7	1.952,6	592,8	552,2	1.145,0
Octubre	997,6	778,6	1.776,2	634,3	577,3	1.211,6
Noviembre	993,9	783,2	1.777,1	339,0	487,7	826,7
Diciembre	1.020,1	815,2	1.835,3	263,6	345,9	609,5
Enero 1986	990,7	806,8	1.797,5	483,2	430,4	913,6
Febrero	982,7	809,3	1.792,0	358,4	379,9	738,3
Marzo	983,4	815,8	1.799,2	334,8	334,9	669,7
Abril	963,6	818,9	1.782,5	242,0	240,7	482,7
Mayo	936,6	822,3	1.758,9	131,6	198,6	330,2
Junio	947,0	831,3	1.778,3	212,4	222,8	434,2
Julio	958,8	861,3	1.820,1	63,6	128,5	192,1
Agosto	945,6	873,1	1.818,7	50,4	82,9	133,3
Septiembre	976,6	876,7	1.853,3	126,7	86,7	213,4
Octubre	984,7	883,5	1.868,2	45,1	51,5	96,6
Noviembre	972,9	890,1	1.863,0	45,9	40,1	86,0
Diciembre	1.007,5	922,2	1.929,7	68,5	19,9	88,4

de condiciones con el resto de los activos del mercado monetario y la excepción que estableció el nuevo régimen fiscal introdujo una nueva estructura de demanda de PT que modificó las relaciones entre las rentabilidades que hemos observado desde 1984.

La nueva estructura de demanda dirigió hacia los títulos de deuda a corto plazo del Tesoro los flujos de fondos que buscaban la ocultación fiscal, por una parte, y, por otra, la necesidad forzosa de PT que tenían las instituciones financieras que estaban sometidas al coeficiente de deuda del Estado y del Tesoro.

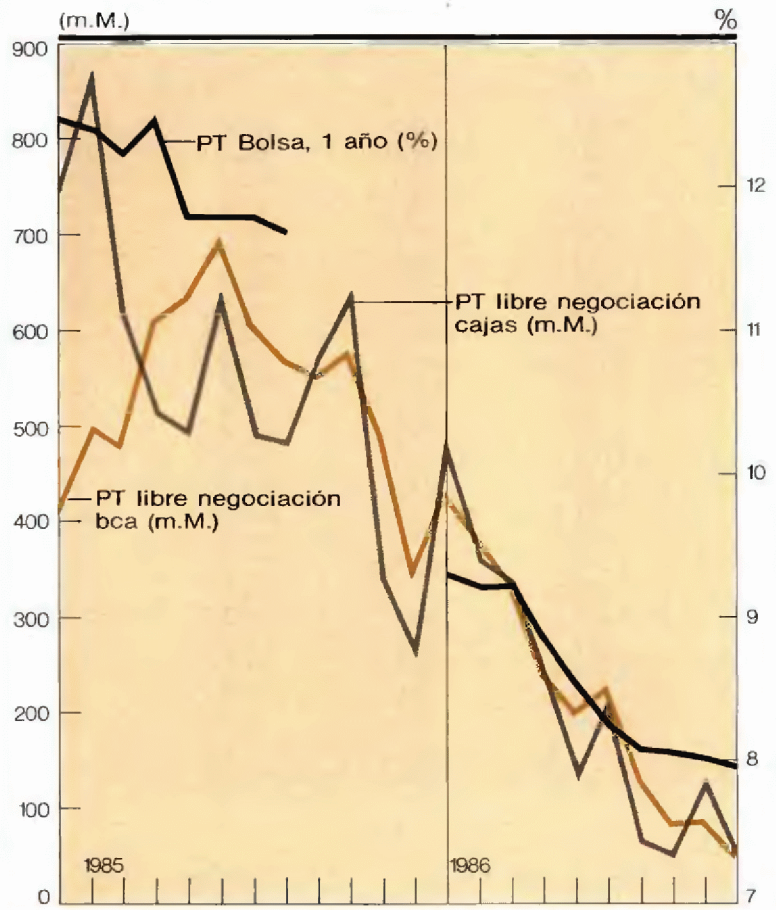
Esta fragmentación de la demanda de PT permitió al Tesoro disminuir la rentabilidad de su pasivo a corto con gran rapidez. Esta tendencia a la baja del tipo marginal de PT fue seguida por el precio al que se negoció este título en la Bolsa y que se encuentra en el gráfico 1.

El Tesoro se propuso disminuir considerablemente, por esta vía, el coste de la financiación del déficit, consciente de que los PT seguirían resultando atractivos, al menos durante un tiempo, a los particulares que tuvieran fondos que desearan ocultar al Fisco por haber sido generados en actividades no sometidas a control, así como inversiones financieras que antes del nuevo régimen fiscal no estuvieron sometidas a retención.

Sin embargo, la disminución paulatina de la rentabilidad del PT hizo que éste dejara de ser atractivo para empresas particulares e intermediarios financieros que generaban rentas perfectamente controladas por Hacienda.

La nueva situación marcó alteraciones en el mercado interbancario en un doble sentido. Por una parte, la rentabilidad ofrecida por el PT dejó de resultar interesante para rentabilizar la tesorería de los intermediarios financieros y, por otra, resultó cada vez más difícil recuperar posiciones de liquidez por parte de las entidades cuando se tensionaba el depósito en el interbancario, porque las cesiones

GRAFICO 2
EXCEDENTES SOBRE COEFICIENTE Y RENTABILIDAD DEL PAGARE DEL TESORO



temporales a corto plazo empezaron a resultar menos atractivas para un sector del público a los nuevos precios.

El comportamiento observado por las entidades refleja una disminución en sus tenencias de PT de libre negociación. En el cuadro n.° 3 aparecen los saldos ajustados por operaciones temporales para la banca y cajas de ahorros, distinguiendo entre los PT que cubren coeficiente y los de libre negociación. En mayo de 1985, los PT de libre negociación, para estos intermediarios, ascendieron a 1.124,9 m. M., cifra que representó un 37 por 100 del total de PT en sus carteras. En diciembre de ese mismo año, el porcentaje mencionado disminuyó al 25 por 100 y en diciembre de 1986 al 4 por 100.

En el gráfico 2 se puede observar cómo el excedente de PT mantenido sobre el coeficiente de deuda del Estado y del Tesoro fue disminuyendo a medida que lo hacía la rentabilidad de este título.

Al dejar de ser el PT un instrumento de gestión de tesorería importante, el tipo de depósitos del interbancario se vio de nuevo sometido a fuertes oscilaciones en función de las modificaciones del marginal de la subasta de préstamos de regulación, perdiendo como nivel de referencia el precio de los pasivos bancarios.

Así, cuando el Banco de España subió el precio de la subasta, en los primeros meses del año, se notó una respuesta en los precios del depósito interbancario en todos los plazos. Estos cedieron al mantenerse el marginal y volvieron a repuntar tras la fuerte escalada de éste en los meses de verano.

El tipo del PT se descolgó de las rentabilidades del interbancario y de los depósitos bancarios desde mediados de 1985 y ha continuado separándose a medida que transcurría el año 1986. El precio de las cesiones temporales ha seguido la trayectoria descendente marcada por los sucesivos recortes del primario y, paulatinamente, ha pasado a dar información sobre el exceso o defecto de PT para cubrir el coeficiente de deuda, más que a dar información acerca del exceso o defecto de liquidez para cubrir el coeficiente de caja.

En efecto, al dejar de ser fundamentalmente un instrumento para arbitrar fondos al mercado del depósito interbancario, el tipo de las operaciones con pacto de recompra pasó, en este año, a ser una señal de la necesidad de cubrir el coeficiente de PT en el mercado secundario, descolgándose por completo del tipo del depósito interbancario. En el gráfico 1 podemos observar que la separación que existió entre el precio del depósito interbancario y el de las cesiones temporales a seis meses en agosto de 1985 era de 1,7 puntos porcentuales. Un año des-

pués es casi de 5 puntos y la diferencia continúa abriéndose.

La disminución de la rentabilidad de la deuda a corto del Tesoro también dejó de ser una referencia para la remuneración del depósito bancario. Desde el mes de octubre de 1985 la rentabilidad de PT en el mercado bursátil se colocó sistemáticamente por debajo del depósito bancario, dejando de competir por el ahorro de los particulares, excepto en el caso de los fondos que vayan buscando la ocultación fiscal. En la medida en que la rentabilidad de PT vaya disminuyendo, como parece que va a ser la tendencia, el depósito bancario volverá a recuperar su papel preponderante en la captación de ahorro de los particulares y su remuneración seguirá separándose de la del depósito interbancario.

Creemos, por tanto, que el PT ha dejado de desempeñar un papel como instrumento para suavizar repuntes de los tipos en el interbancario porque ha perdido interés como instrumento para colocar la tesorería. Pensamos que, en este momento, el mercado interbancario carece de tal instrumento y, más concretamente, de uno que realice la función de gestionar la tesorería de las entidades tan eficazmente como lo hizo el PT durante 1984 y hasta mediados de 1985. Sin embargo, existen repetidas declaraciones, por parte de las autoridades monetarias, de que el Tesoro podría emitir un activo a corto plazo (letra del Tesoro) que cubriese el vacío que ha ido dejando el PT en esta última temporada. A más largo plazo, y en la medida en que el mercado se familiarice con el sistema de anotaciones en cuenta con deuda pública y en que se incrementen los saldos de ésta en las carteras de las instituciones financieras, pensamos que serán estos títulos los que se convertirán en el verdadero eje del mercado, al permitir el trasvase de tesorería entre este mercado y el de depósitos interbancarios así como la instrumentación de la política monetaria mediante operaciones en mercado abierto.

Tampoco parece ya competitivo el PT con el depósito bancario a la hora de captar el ahorro tradicional que no busca la ocultación fiscal, al haberse colocado su rentabilidad casi dos puntos porcentuales por debajo de la de éste. El tipo que tengan ahora que pagar las instituciones financieras por captar su pasivo compite cada vez más con otros activos financieros distintos del PT.

Los próximos desarrollos del sistema financiero en este sentido sentarán las bases de las nuevas relaciones que se establecerán entre los diversos precios de los mercados monetarios.

II. LOS «COSTES» DEL DESCENSO DE LOS TIPOS DE INTERES DE LOS PAGARES DEL TESORO

1. La importancia de los pagarés del Tesoro en la estructura financiera de la economía

La evolución de la economía española de los últimos años ha venido determinada, en buena medida, por las crecientes necesidades financieras de las administraciones públicas. Como es bien conocido, éstas han pasado de suponer 523,3 m. M. de ptas. en 1981, a alcanzar los 1.746,7 m. M. en 1985. Es en este marco donde analizaremos el fenómeno de los PT como instrumento de financiación del déficit público.

Uno de los objetivos prioritarios del Estado en su estrategia financiera es la reducción del coste de su endeudamiento, y desde ese punto de vista enfocaremos nuestro análisis en este apartado: la evolución, lamentablemente no siempre cuantificable, del papel del PT en el proceso de endeudamiento público y de su capacidad como instrumento útil para la reducción de la carga de intereses de la deuda publica, en un contexto de descenso de tipos de interés, de fuerte intervención del Banco de España en el proceso y de cambios institucionales en la regulación fiscal señalados en la sección anterior.

Flujos financieros y pagarés del Tesoro

Desde que en 1981 se emitieran por primera vez PT por la pequeña cifra total de 30 m. M., este instrumento financiero ha tomado gran importancia, mostrando una aceleración en su crecimiento mayor que la observada por la variación de los pasivos financieros de las administraciones públicas. Así, los pagarés, que representaban sólo un 3,6 por 100 del aumento de los pasivos financieros de éstas en 1981, pasaban a alcanzar un 63 por 100 en 1985, tras un 104,4 por 100 en 1984. Un instrumento a corto plazo de gran liquidez y profundo mercado secundario se convertía, de esta forma, en principal pasivo financiero del Tesoro, en un contexto de crecientes necesidades financieras de éste (ver cuadro n.º 4).

Recíprocamente, el pagaré pasaba a engrosar de forma creciente las carteras de las instituciones financieras como un importante activo financiero. Los flujos anuales de pagarés emitidos por el Tesoro representaban porcentajes cada vez más amplios de la variación de activos financieros de las instituciones: primero, del Banco de España, en 1983, y después, del sistema bancario, fundamentalmente, a partir de ese año, tras los trasvases de las carteras de CRM de las entidades a las que éstas poseían de pagarés. El año clave de este proceso fue 1984. En ese año se sentaron las bases, como ya se ha señalado, del actual sistema de intervención de la autoridad monetaria con PT, y fue posible ya un fuerte aumento de las cifras de emisión.

Junto a las instituciones financieras, las empresas no financieras y las familias también han visto aumentar en los últimos años sus tenencias de PT. Ello se produjo básicamente en los años 1983 y 1985, pero aunque no se dispone aún de las cifras finales de 1986, sí puede adelantarse que éste ha sido el año del aumento de los saldos de PT en manos del público, como 1984 fue el de las carteras de las entidades bancarias. Los efectos de la ley de régimen fiscal de activos financieros, que se dejaron sentir desde el anuncio de su publicación, incentivando la adquisición de PT por parte del público, con interés por la ocultación fiscal fundamentalmente, durante 1985, se han visto multiplicados como consecuencia de la amortización de cantidades muy importantes de pagarés bancarios, cuyos saldos se han transformado en títulos del Tesoro a lo largo del primer semestre de 1986 en un grado ciertamente elevado.

En toda esta evolución el papel del Banco de España como agente acumulador de saldos en unos casos (año 1983) o como mero colocador en otros (años siguientes) ha sido de gran trascendencia. El uso de los PT como instrumento de drenaje de la autoridad monetaria desde 1984 ha permitido al Banco de España desempeñar una serie de funciones, unas veces implícitas otras explícitas, que en esta sección trataremos de esbozar como elemento esencial a la hora de valorar económicamente la utilización del PT como instrumento de financiación pública.

Con estos fines, nos centraremos en los dos últimos años por ser la evolución de 1983 y 1984 más conocida. El papel de la autoridad monetaria en el proceso de sustitución de CRM por pagarés es, por otra parte, más claro que el ejercido por ésta una vez finalizado el proceso. Es en ese período posterior al trasvase donde pueden aparecer menos explícitamente las funciones de

CUADRO N.º 4

LOS PAGARES DEL TESORO EN LAS CUENTAS FINANCIERAS.
VARIACION DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS EN PAGARES DEL TESORO
(m. M. de ptas.)

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
PASIVO					
Administraciones públicas	30,0	85,0	1.195,0	2.365,4	1.424,9
ACTIVO					
Instituciones financieras	28,0	25,6	847,1	2.391,0	1.133,8
Monetarias	27,5	12,2	841,2	2.271,9	1.125,6
Banco de España	0,3	2,6	705,7	−260,7	−0,1
Banca	18,3	12,7	48,9	1.441,2	808,7
Cajas de Ahorros	8,6	−3,0	82,0	1.085,6	305,9
Cooperativas de crédito	0,3	−0,1	4,6	5,8	11,1
Otras instituciones	0,5	13,4	5,9	119,1	8,2
Crédito oficial	—	—	—	46,9	−5,7
Sociedades mediadoras	—	8,1	2,8	63,6	11,4
Empresas de seguros	0,5	5,3	3,1	8,6	2,5
Empresas no financieras y familias	2,0	59,4	347,9	−27,1	292,6
Administraciones públicas	—	—	—	1,5	−1,5

Fuente: Banco de España.

CUADRO N.º 5

LOS PAGARES DEL TESORO EN LAS CUENTAS FINANCIERAS.
PROPORCION DE PAGARES DEL TESORO EN ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS
(m. M. de ptas.)

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
Administraciones públicas					
Variación pasivos financieros	836,2	1.632,4	1.981,9	2.266,4	2.263,4
Porcentaje en pagarés del Tesoro ..	3,6	5,2	60,3	104,4	63,0
Instituciones financieras					
Variación activos financieros	3.923,2	5.056,9	5.638,4	5.871,2	4.477,4
Porcentaje en pagarés del Tesoro ..	0,7	0,5	15,0	40,7	25,3
Empresas no financieras y familias					
Variación activos financieros	2.262,2	3.189,3	3.122,4	3.182,2	3.534,8
Porcentaje en pagarés del Tesoro ..	0,1	1,9	11,1	—0,9	8,3
Administraciones públicas					
Variación activos financieros	312,9	572,9	853,4	987,4	516,7
Porcentaje en pagarés del Tesoro ..	—	—	—	0,2	—0,3
PRO-MEMORIA					
Capacidad (+) o necesidad (—) de financiación total					
Administraciones públicas	—523,3	—1.059,5	—1.128,5	—1.279,0	—1.746,7
Instituciones financieras	156,1	41,5	84,3	426,0	410,8
Empresas no financieras y familias .	—175,0	413,0	611,4	1.403,3	1.703,4
Sector exterior	—542,2	—605,0	—477,0	210,8	260,2
Ajustes intersectoriales	—	—	44,2	—375,5	—107,3

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

apoyo del Banco de España a la colocación de pagarés por parte del Tesoro y a la fijación de los tipos de interés. Nos interesa aquí dibujar, aunque sea de forma muy aproximada, el coste que ha supuesto, en términos económicos, para el Banco de España el desempeño de tal papel.

Al tiempo, es relevante señalar otros costes asociados a la evolución y a la naturaleza de los PT. El aparente descenso radical de los tipos de interés de los PT se encuentra relacionado con lo que se ha dado en llamar la «prima fiscal» que poseen estos títulos de forma diferencial frente al resto de los activos financieros, tras la publicación de la Ley de régimen fiscal citada.

Ambos aspectos —la intervención decidida del Banco de España y los costes para el Estado relacionados con el régimen fiscal del PT— relativizan la fuerte caída de los tipos de interés y dan pie a la reflexión en torno al papel jugado por el PT en general y respecto al mercado de deuda pública.

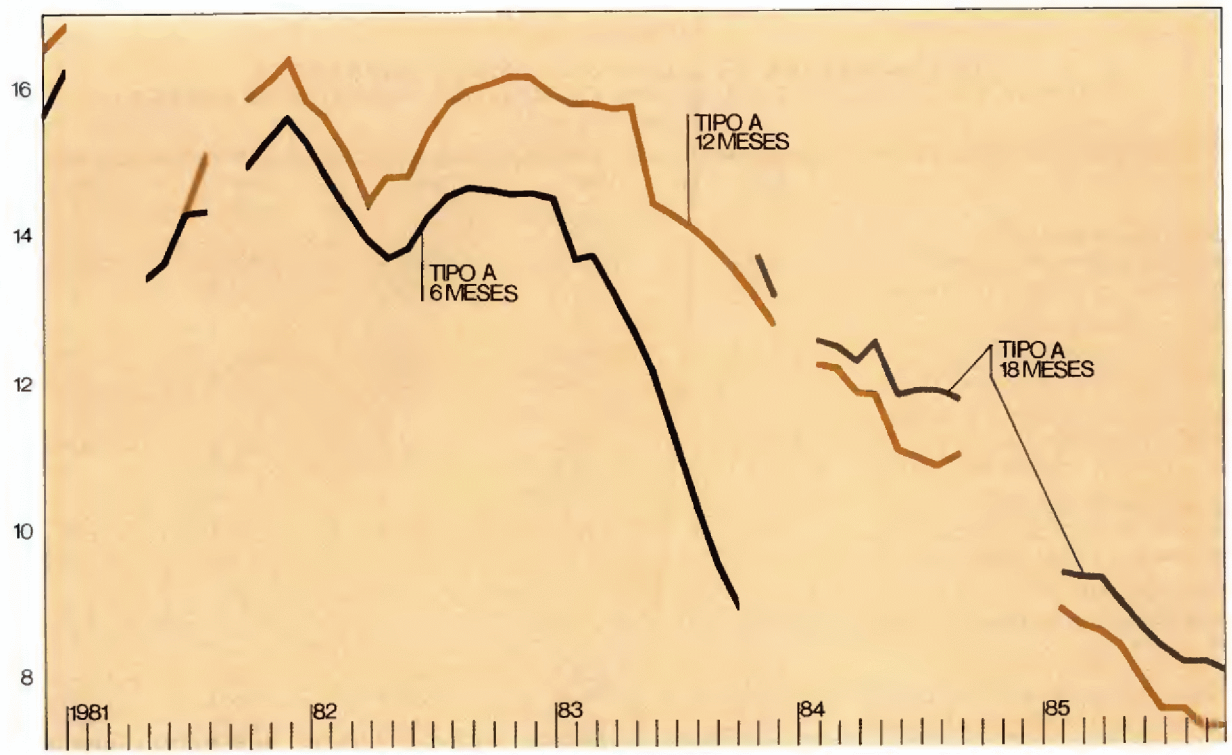
2. El descenso de los tipos de interés y sus «costes»

Desde agosto de 1984 los tipos de interés de los PT ofrecidos en las sucesivas subastas han sido prácticamente inflexibles al alza. Este descenso de rentabilidades se ha centrado fundamentalmente en el año 1985, en el contexto del anuncio de la publicación de la Ley de Régimen Fiscal de Activos Financieros, en su primera mitad, y de su plena vigencia, en la segunda. En 1986, por otro lado, la evolución de los tipos de interés del mercado primario muestra una trayectoria descendente en la primera parte del año —coincidiendo con los vencimientos de los pagarés bancarios, refugio, en gran medida, del llamado «dinero negro»—, y otra, caracterizada por el mantenimiento, en la segunda, una vez los saldos de pagarés en manos del público comienzan a decrecer, acusando las bajas rentabilidades, que desplazan a una parte importante del público (el no interesado por la ocultación fiscal) hacia otros activos líquidos.

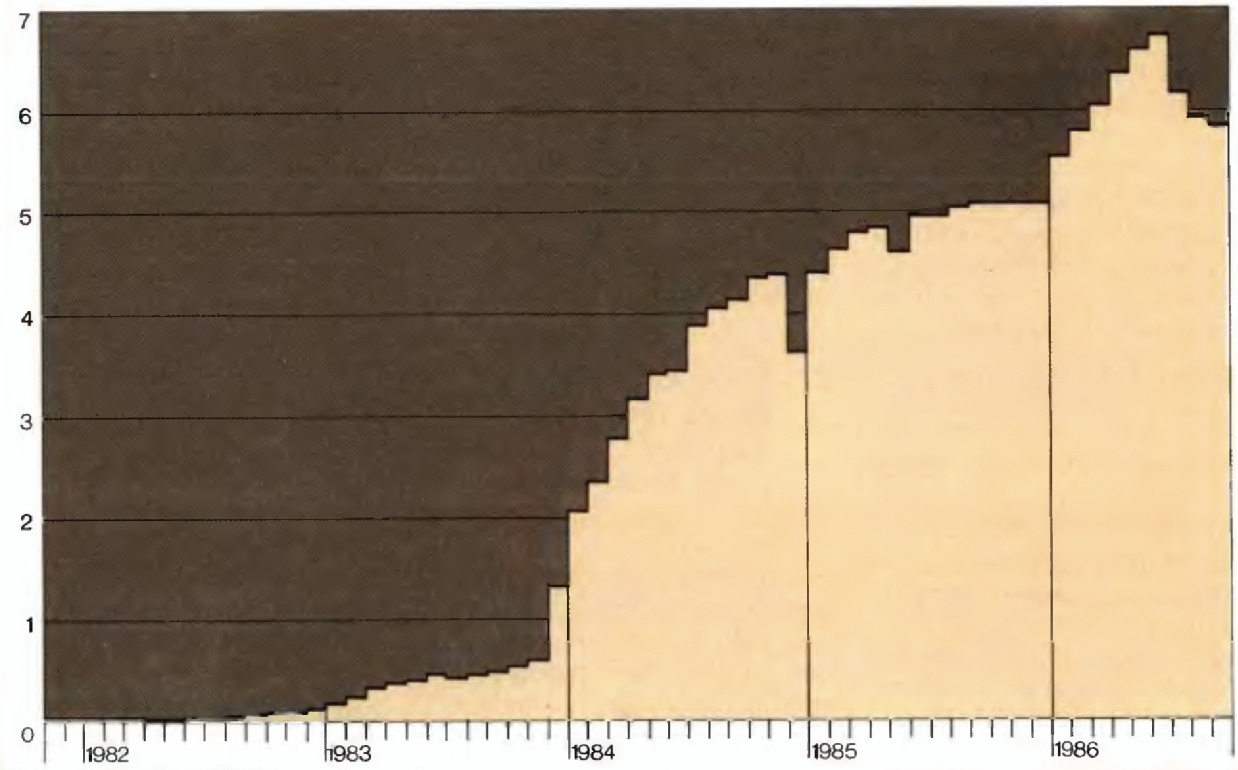
La reducción de los tipos de interés de los PT a 18 meses (el

GRAFICO 3

A. TIPOS DE INTERES DE PAGARES DEL TESORO EN EL MERCADO PRIMARIO
(Medidas mensuales) (En %)



B. EVOLUCION DEL SALDO VIVO TOTAL DE PAGARES DEL TESORO
(Saldos a fin de mes) (Billones nom.)



plazo más largo, que comienza a emitirse en octubre de 1984), entre enero de 1985 y enero de 1986 fue de nada menos que 3,2 puntos. Entre este último mes y octubre de 1986, el descenso de tipos alcanzó 1,3 puntos. La valoración de este importante recorte de rentabilidades pasa, según concluiremos, no sólo por la observación de estos datos, sino también por el análisis del papel desempeñado por el Banco de España a lo largo de 1985 y 1986, y de los cambios fiscales que afectaron a los activos alternativos al PT en ambos períodos. No se trata, pues, de buscar aquí las causas del descenso, sino de analizar los factores que han contribuído, en el terreno de lo operativo, a éste, con el fin de obtener algunas conclusiones útiles sobre la realidad y la deseabilidad del recorte de las rentabilidades de los PT.

En las siguientes líneas trataremos de perfilar los dos factores que pensamos han tenido una importancia decisiva en el proceso de descenso de las rentabilidades de los PT. Analizaremos estos factores como costes de ese proceso, por lo que entrañan de negativo para el funcionamiento eficiente del mercado de pagarés y porque suponen, en última instancia, un coste para el Tesoro.

Se trata, por una parte, de la intervención del Banco de España con pagarés en 1985, que estudiaremos como una intervención en el mercado de estos títulos y no desde el punto de vista del control monetario. Su importancia reside en las funciones que cumple en un período de fuerte demanda de pagarés: complementa, desplaza e incluso sustituye, según las etapas que distinguiremos a lo largo de 1985, al mercado primario, es decir, a las subastas, y contribuye a la fijación de tipos de interés, retrasando en un primer momento la caída de rentabilidades para un segmento del mercado (el de las entidades) y dirigiéndola, en otro posterior. Esta intervención es realizada con las ventas a vencimiento y con pacto de recompra de los pagarés de su propia cartera.

Por otra, se trata del papel de lo que se ha dado en llamar la «prima fiscal» del pagaré, consistente en los beneficios fiscales ligados a la no obligación ni de practicar retención alguna sobre sus intereses, ni de informar sobre la identidad de sus suscriptores que caracteriza a los PT en relación con el resto de los activos financieros. Esta situación, derivada de la Ley de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, supone un coste de oportunidad claro, pero de muy difícil cuantificación, tarea que, por lo demás, no se propone este artículo.

3. El papel del Banco de España en el proceso de aumento de volúmenes y descenso de rentabilidades de los PT

La simple observación del gráfico 3, que refleja las rentabilidades en mercado primario de los PT en los distintos plazos en que han sido emitidos, muestra dos importantes discontinuidades en la curva de descenso de los tipos medios de 12 y 18 meses: diciembre de 1984 y septiembre-diciembre de 1985. La emisión de pagarés por parte del Tesoro ha estado sujeta, en nuestro país, a unos límites marcados por los presupuestos del Estado. Las importantes emisiones de 1984 y 1985 agotaron estos límites, haciendo innecesaria la realización de nuevas emisones. Ello impidió, en los períodos citados, la fijación, en el ámbito del mercado primario, de precios de referencia para la negociación de estos títulos.

En este marco se inscribe la primera forma de intervención del Banco de España que analizaremos aquí: la venta de importantes cantidades a vencimiento. Como muestra el gráfico 4, estas cesiones se concentraron en los meses comprendidos entre agosto de 1985 y enero de 1986, básicamente el período en que no se celebran subastas de PT (con la excepción de la subasta especial del día 3 de octubre, en que fueron adjudicados sólo 50 m.M.) por no ser necesarias éstas para la obtención de financiación.

Tras ese período, en el que nos detendremos a continuación, se producen ventas a vencimiento significativas sólo a partir de julio de 1986, como consecuencia, fundamentalmente, del importante grado de incertidumbre que pesa a partir de entonces sobre la demanda de pagarés: descenso de la demanda del público (con reducción de los saldos en su poder) y volatilidad del mercado secundario de estos títulos en condiciones marcadas por un excedente por encima del coeficiente obligatorio, cada vez menor, en las entidades financieras (ver cuadro nº 6). Ello provoca un deplazamiento de la demanda de las instituciones delegadas del mercado primario hacia el secundario, con el consiguiente intento de ajuste de las peticiones en las sucesivas subastas a las estrictas necesidades de cober-

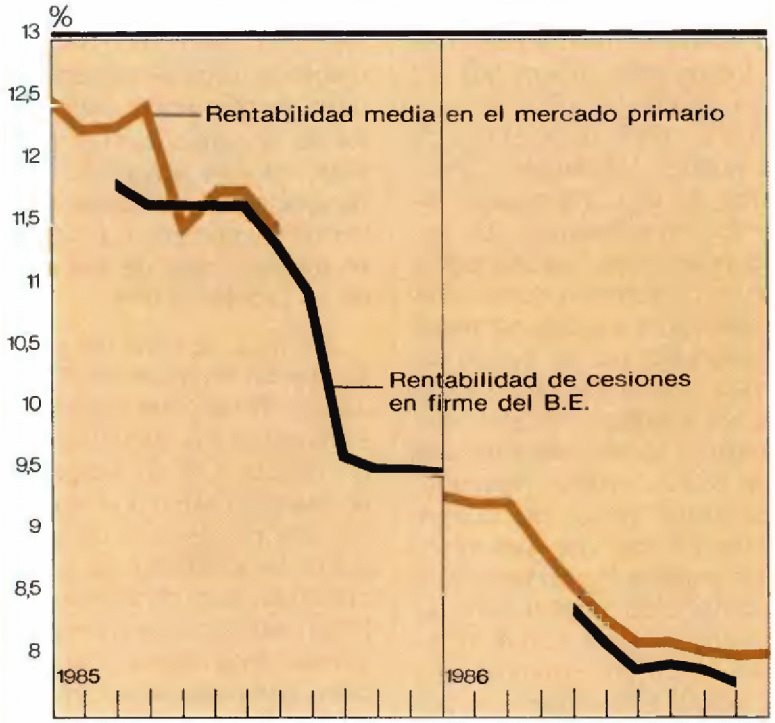
tura del coeficiente obligatorio en el caso de banca, cajas y cooperativas, y a la demanda prevista de la clientela, en general.

El intento de las entidades financieras de mantener un excedente de pagarés mínimo sobre el saldo obligado por el coeficiente, pero capaz de atender la eventual demanda de la clientela, enturbia el mercado secundario desde julio de 1986. Una vez finalizados los vencimientos de pagarés bancarios, que se centraron en la primera mitad del año, las entidades se han visto obligadas a adquirir pagarés a vencimiento de la cartera del Banco de España (éste no ha ofrecido pagarés con pacto de recompra prácticamente en todo el año) con el fin de cumplir con la obligación del coeficiente, en los casos en que una inesperada demanda del público, en un contexto de escasez de pagarés en el mercado secundario, abre unas necesidades puntuales de cobertura (3).

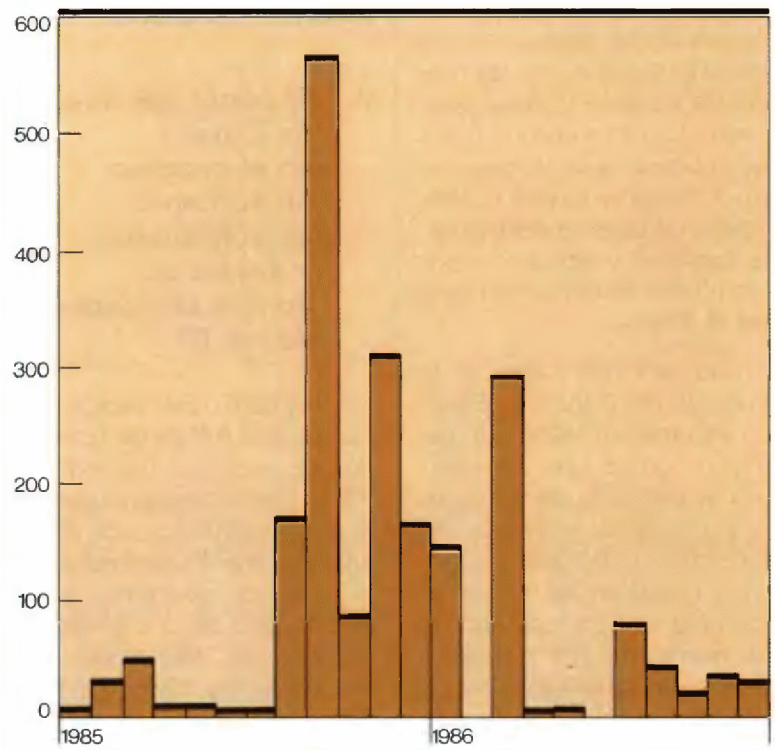
Nos interesa aquí, no obstante, centrarnos en lo ocurrido en la segunda mitad de 1985. El gráfico 4 indica la evolución de los tipos medios en el mercado primario, y una estimación (ya que no existe información oficial) de los tipos de interés de las ventas a vencimiento del Banco de España. En él queda claro que los tipos ofrecidos por la autoridad monetaria, fijados unilateralmente por ella (es decir, no por el procedimiento de subasta), dan continuidad a la curva de descenso de los tipos del mercado primario. La subasta especial del día 3 de octubre supuso, al marcar un tipo marginal a 18 meses del 9,77 por 100, un fuerte descenso de rentabilidades después de dos meses sin referencia de mercado primario. La oferta temporal del Banco de

GRAFICO 4

A. TIPOS DE INTERESES DEL MERCADO PRIMARIO Y DE CESIONES EN FIRME DEL BANCO DE ESPAÑA DE PAGARES DEL TESORO



B. VOLUMENES CEDIDOS EN FIRME POR EL BANCO DE ESPAÑA (m.M. nom.)



CUADRO N.° 6

EXCEDENTE SOBRE COEFICIENTE OBLIGATORIO E INTERES DEL PUBLICO POR LOS PAGARES DEL TESORO (*)

	Coeficiente obligatorio	*Excedente mantenido por banca y cajas sobre pasivos computables*			*Pagarés del Tesoro en poder del público sobre saldo vivo*
		Banca	*Cajas*	*Total*	
Enero 1985	12,0	7,4	6,0	6,8	17,9
Febrero	11,0	8,6	7,0	8,0	19,0
Marzo	11,0	6,2	6,6	6,4	21,1
Abril	11,0	5,1	8,3	6,5	21,3
Mayo	11,0	4,9	8,4	6,4	25,6
Junio	11,0	6,3	9,4	7,6	26,2
Julio	11,0	4,8	7,9	6,2	29,8
Agosto	11,0	4,9	7,4	6,0	33,8
Septiembre	11,0	5,9	7,1	6,5	35,2
Octubre	10,0	6,4	7,4	6,8	37,1
Noviembre	10,0	3,4	7,5	5,2	40,2
Diciembre	10,0	2,6	4,2	3,3	43,3
Enero 1986	10,0	4,9	5,3	5,1	46,1
Febrero	10,0	3,6	4,7	4,1	49,0
Marzo	10,0	3,4	4,1	3,7	50,5
Abril	10,0	2,5	2,9	2,7	54,8
Mayo	10,0	1,4	2,4	1,9	58,5
Junio	10,0	2,2	2,7	2,4	57,6
Julio	10,0	0,7	1,5	1,1	58,0
Agosto	10,0	0,5	0,9	0,7	57,3
Septiembre	10,0	1,3	1,0	1,2	57,5
Octubre	10,0	0,5	0,6	0,5	56,2
Noviembre	10,0	0,5	0,5	0,5	57,1
Diciembre	10,0	0,7	0,2	0,5	57,9

(*) Porcentajes. Excluimos las cooperativas de crédito, que comienzan su calendario de cómputo en enero de 1986. Las cifras de la banca no incluyen al Banco Exterior, que no está obligado por el coeficiente.
Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

España y su oferta a vencimiento habían determinado en esos meses muy fuertes recortes en los tipos de los pagarés. Puede decirse pues que las ventas a vencimiento del Banco de España habían estado ofreciendo rentabilidades superiores a las que el mercado primario fijaría en los meses siguientes, y que esta situación había sido prevista por las entidades, que adquirieron una cifra próxima a los 600 m.M. en dicho mes.

En los meses de octubre, noviembre y diciembre esta situación se repetiría, de forma que los volúmenes cedidos a vencimiento por el Banco de España (volúmenes que éste había adquirido a su vez al Tesoro en anteriores subastas, e incluso directamente) alcanzan importes muy elevados. En conjunto, las cesiones en firme realizadas por la autoridad monetaria entre agosto de 1985 y enero de 1986 se elevaron a 1.428,6 m.M. La incidencia de estas ventas es, por tanto, comparable a la del mercado primario, que en la primera mitad del año 1985 emitía 2.757,4 m.M., si se excluye lo suscrito por el Banco de España en ese período.

Esta situación concreta sirve de ejemplo para la descripción de la labor subsidiaria del Tesoro ejercida por el Banco de España: por una parte, vía fijación de tipos en niveles próximos (por debajo) al marginal determinado en el mercado primario cuando éste existe, y en niveles fijados unilateralmente y discrecionalmente (es decir, por motivos no necesariamente ligados a la oferta y demanda de PT) por la autoridad monetaria, cuando no tiene lugar subasta alguna en un período de tiempo amplio, por otra.

El caso de las ventas temporales (con pacto de recompra)

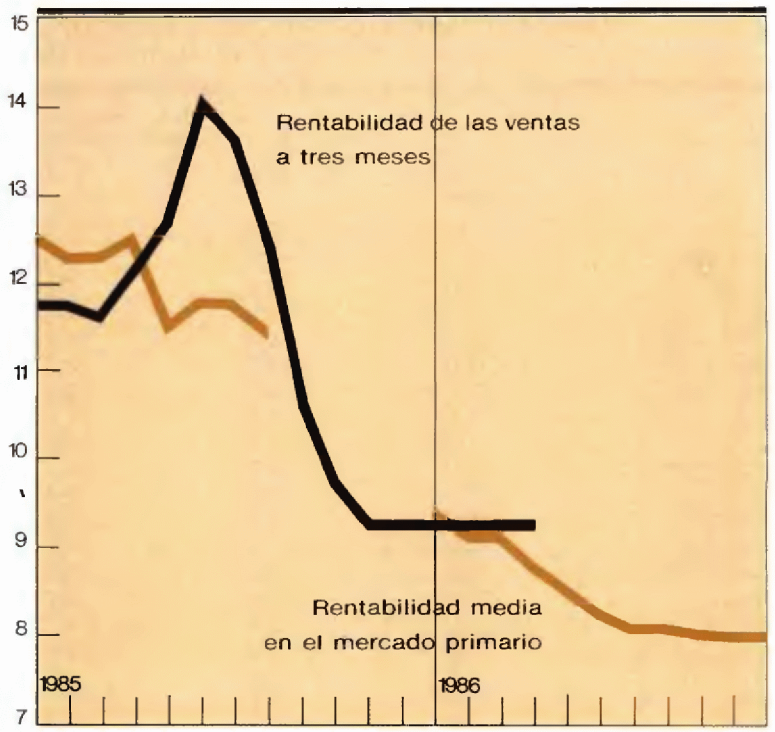
del Banco de España —segunda forma de intervención— es aún más relevante. Este tipo de ventas constituye el instrumento básico de drenaje que la autoridad monetaria utiliza para el control de la variable operativa de la política monetaria: los activos de caja del sistema bancario.

Centrándonos en el período 1985, puede observarse en el gráfico 5 la importancia, sin precedentes, de los volúmenes cedidos temporalmente por el Banco de España entre junio de 1985 y octubre del mismo año (4.486,3 m.M.). Estos fuertes volúmenes coinciden sólo en parte con el período que comentábamos de no celebración de subastas de PT y están relacionados con los elevados tipos de interés alcanzados por la oferta temporal del Banco de España. Estos llegaron al 14 por 100 en junio de 1985, cuando el tipo medio del mercado primario era del 11,8 por 100.

La justificación de tan elevadas rentabilidades se encontraba en las necesidades del control monetario. A partir de abril de 1985, las autoridades monetarias decidieron proceder a practicar una política más estricta de cara a corregir la evolución de los ALP (activos líquidos en manos del público), que en tasa trimestral elevada a anual mostraban un crecimiento del 16,9 por 100 en marzo, muy por encima del objetivo para el año del 13 por 100. La persistencia de altas tasas de crecimiento en el agregado hasta junio de 1985 exigió la elevación de los tipos de interés de las ventas temporales (no así de las cesiones a vencimiento), hasta niveles que permitieran fuertes drenajes de liquidez. Este tensionamiento era acompañado de elevaciones sustanciales

GRAFICO 5

A. TIPOS DE INTERESES DEL MERCADO PRIMARIO Y DE CESIONES CON PACTO DE RECOMPRA DEL BANCO DE ESPAÑA
(En %)



B. VOLUMENES CEDIDOS CON PACTO DE RECOMPRA POR EL BANCO DE ESPAÑA
(Billones nom.)

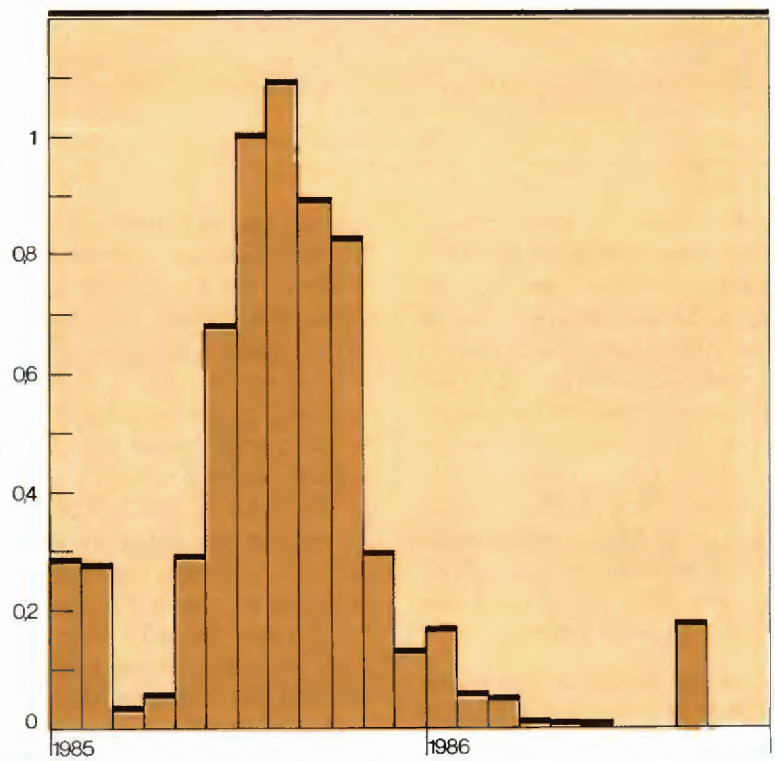
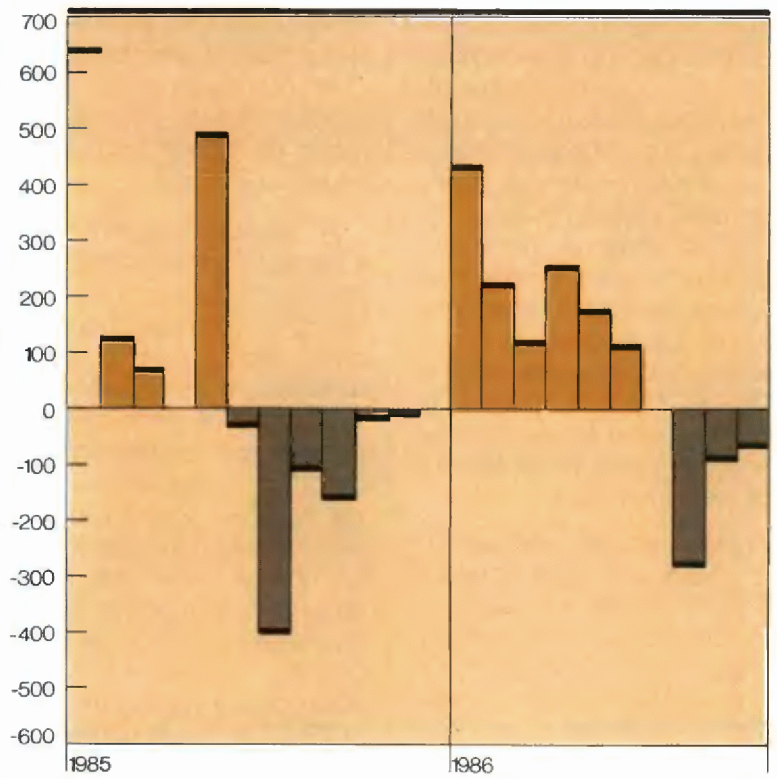
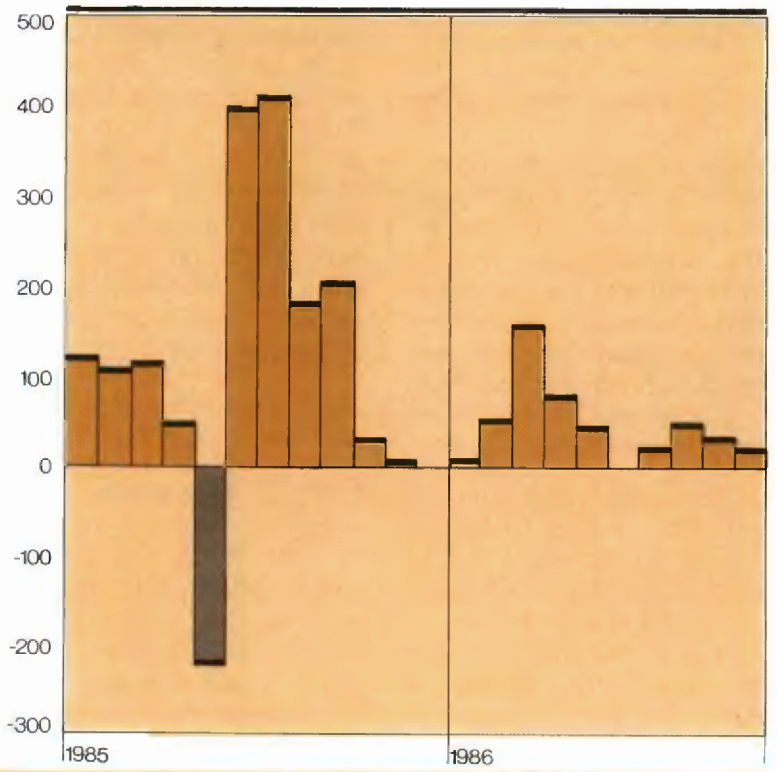


GRAFICO 6

A. EMISION NETA DE PAGARES DEL TESORO EXCLUIDA LA SUSCRIPCION NETA DEL BANCO DE ESPAÑA
(m.M. nom.)



B. SUSCRIPCION NETA DE PAGARES DEL TESORO DEL BANCO DE ESPAÑA
(m.M. nom.)



del tipo marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria (instrumento básico de inyección de liquidez del Banco de España).

Esta situación provocó la más importante intervención del Banco de España en el mercado de PT. Las entidades delegadas procedieron a adquirir masivamente estos títulos, fundamentalmente a plazo de tres meses, a partir de mayo de 1985. Estas compras tuvieron claros efectos negativos sobre la demanda en el mercado primario (ver gráfico 6) en los meses que restaban del año. En cierto modo, el Banco de España complementó en el período mayo-octubre de 1985 la oferta directa de pagarés del propio Tesoro con una oferta temporal a tipos más rentables para las entidades. Ello disminuyó el grado de renovación de los vencimientos con suscripciones a plazo, pero no sustituyó toda la demanda a largo, como muestra la fuerte emisión neta del mes de junio y las importantes ventas a vencimiento efectuadas por el Banco de España entre agosto y enero. No obstante, distorsionó la estructura de tipos de interés de los pagarés, al segmentar, vía precio, el mercado.

La fuerte demanda global de PT que se observa a lo largo de este período tenía su apoyo en las expectativas abiertas por el anuncio —en los mismos términos en que luego fue efectivamente publicada— de la próxima regulación de la fiscalidad de activos financieros. El anuncio y la posterior entrada en vigor en junio de 1985 provocó desplazamientos hacia los PT por parte de otros activos líquidos del público. Ello no afectó en gran medida al saldo vivo —que se mantuvo en un nivel similar a lo largo de 1985—, sino a su distribu-

ción entre entidades y público. Así, el excedente sobre el coeficiente obligatorio de las entidades se veía reducido a lo largo del año (proceso que continuaría más radicalmente aún en 1986), mientras ascendían los saldos en poder del público.

Este proceso, paralelo al que aquí nos ocupa, sirvió de base para la consecución de un segundo efecto perverso de las ventas temporales de PT —recordemos que el primero residía en el desplazamiento del mercado primario, con la consiguiente segmentación de la estructura de rentabilidades posibles según el inversor. Las adquisiciones temporales de las entidades financieras eran cedidas, a tipos muy inferiores, al público (con el consiguiente margen para las instituciones), por lo que lo «drenado» en los activos de caja retornaba a ALP (variable a controlar) por la vía de los PT en manos del público, a la sazón concepto no incluido en los pasivos computables, pero sí en el agregado ALP (4).

Los PT se revelaban así como un instrumento de drenaje ineficaz, al hacer posibles los arbitrajes con el público (que no tiene acceso a las ventas del Banco de España) en condiciones de fuerte demanda de éste. La justificación de la operación quedaba en entredicho y los resultados hacían del episodio un ejemplo de intervención sesgada en el mercado de pagarés.

En 1986, el instrumento de drenaje sólo volvió a ser utilizado de forma importante en septiembre, tras varios meses en que la oferta de pagarés con pacto de recompra del Banco de España había permanecido retirada. La intervención supuso entonces ventas a siete días como máximo al 11 por 100, con el fin de retirar la liquidez sobrante en la tercera decena y estabilizar con ello los tipos de interés del mercado por encima del tipo de las ventas. La evolución monetaria de 1986 no precisó, pues, de drenajes prolongados, al depender el sistema bancario, prácticamente a lo largo de todo el año, de las inyecciones de liquidez de los préstamos de regulación monetaria. El ineficaz uso de los PT como instrumento de drenaje no se volvió a ver explicitado, salvo en la decena citada de septiembre.

Por otra parte, además de proveer saldos de PT a tipos superiores a los del mercado primario entre mayo y septiembre de 1985 —con escasa justificación, como hemos visto, desde el punto de vista del control monetario—, la autoridad monetaria contribuyó a la fijación del precio de los pagarés con sus ventas temporales, una vez que las emisiones del Tesoro dejaron de producirse (al agotarse el límite de emisión) en agosto de 1985. El vertiginoso descenso de la rentabilidad de los pagarés ofrecidos con pacto de recompra por el Banco de España, que se inició en junio, continuó en agosto, sin referencia ya del mercado primario, de forma que la subasta especial realizada en septiembre determinó unas rentabilidades sólo un poco más bajas ya que las de las operaciones temporales del Banco de España.

Así, tanto las operaciones a vencimiento como las realizadas con pacto de recompra por el Banco de España en 1985 jugaban un papel importante en un año de fuerte demanda de pagarés (por expectativas de tipos a la baja), complementando la oferta del Tesoro con fuertes volúmenes, contribuyendo a la fijación de las rentabilidades de las que después partiría el Tesoro en 1986 y ofreciendo temporalmente pagarés a tipos muy superiores a los del mercado primario en el período mayo-septiembre de 1985.

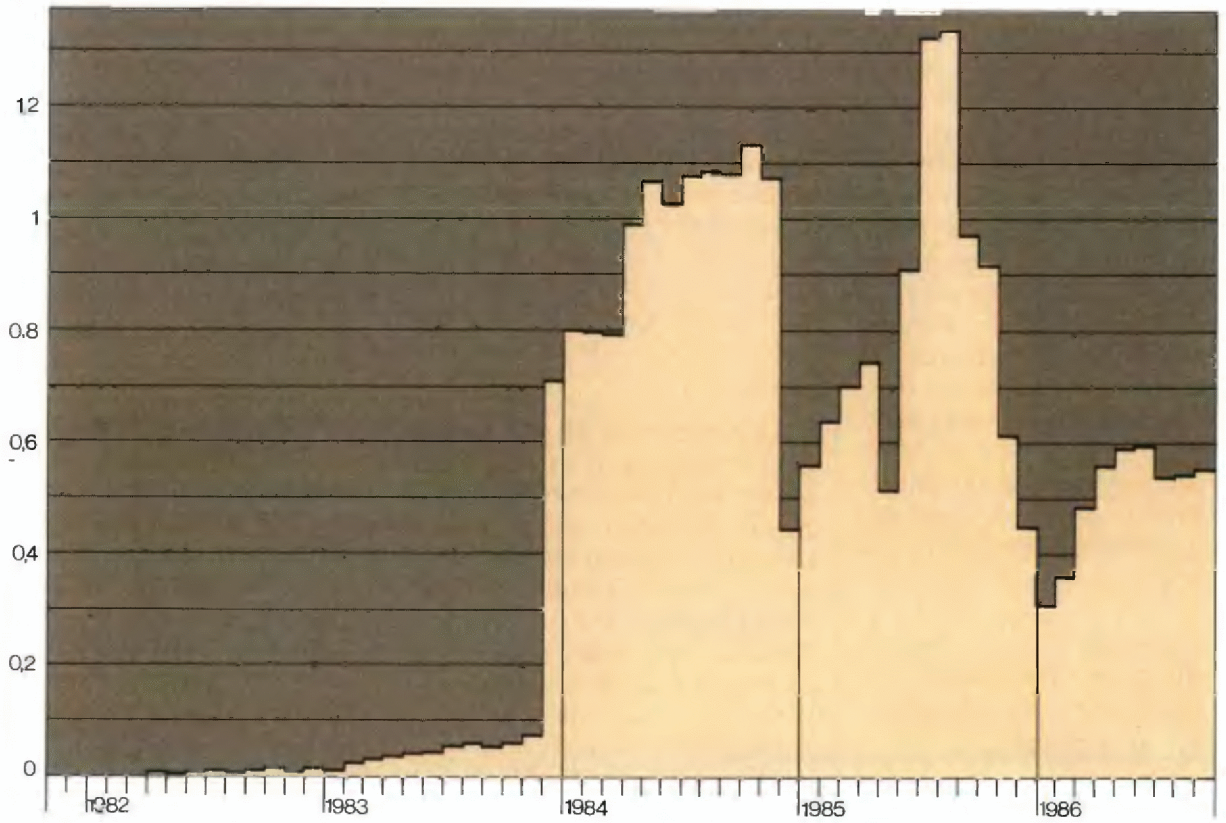
A las ventas a vencimiento y a las cesiones temporales puede unirse una forma más de intervención que hasta ahora ha quedado implícita en lo dicho. Se trata de la cartera mantenida por el Banco de España en PT. Aunque no nos ocuparemos de esta cuestión —que tiene importantes implicaciones en el proceso de financiación del déficit y en el de creación de base monetaria—, por considerar que excede de las pretensiones de este artículo, sí cabe resaltar que, a pesar de las fuertes intervenciones indicadas, la cartera de pagarés del Banco de España se ha situado desde 1984 en un importante nivel (ver gráfico 7).

Independientemente de la financiación otorgada por esta vía a las administraciones públicas —que, como pudo verse en el cuadro n.° 5, fue muy positiva en 1983, pero negativa en 1984 y prácticamente nula en 1985—, el mantenimiento por la autoridad monetaria de un elevado *stock* de PT posibilita una importante capacidad de intervención en los mercados.

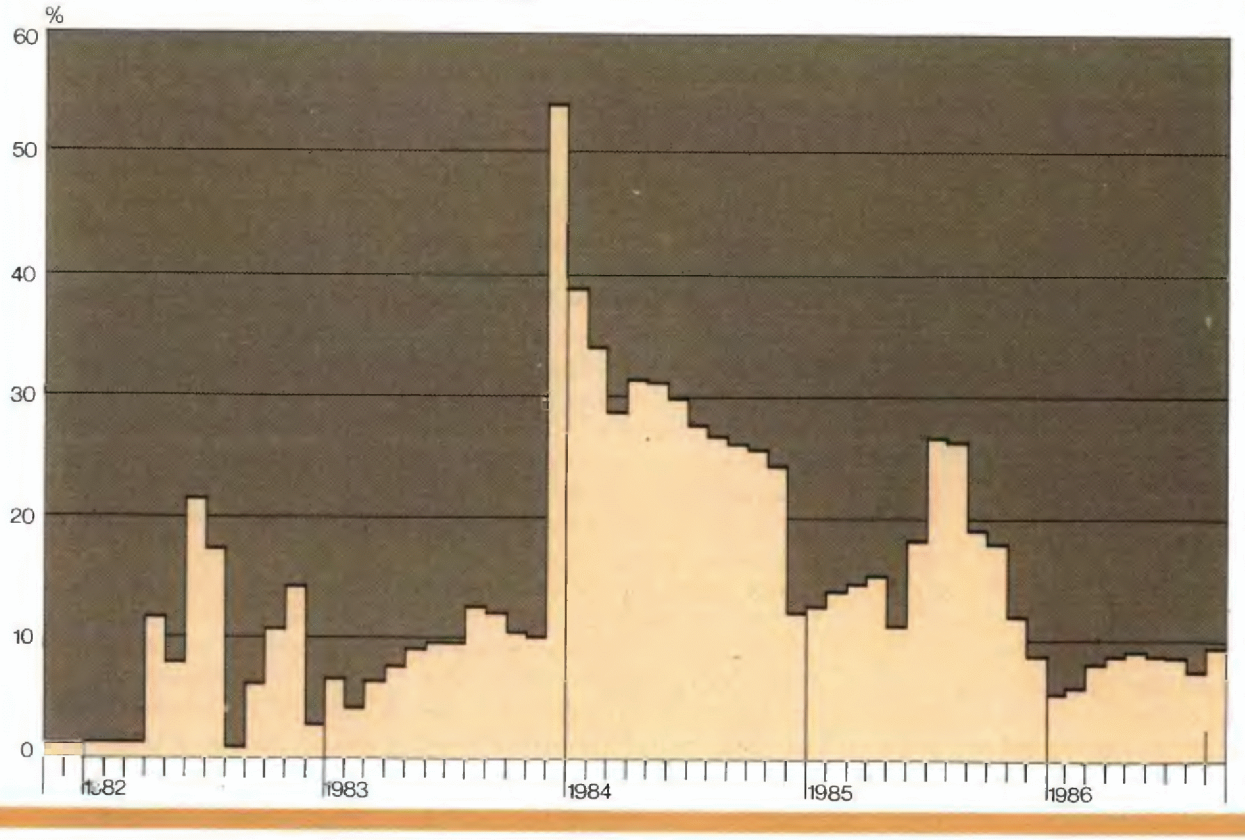
No entraremos aquí en las formas bajo las que el Banco de España ha venido adquiriendo sus PT, pero sí señalaremos que la compra directa al Tesoro, es decir, sin subasta, ha sido un recurso escasamente utilizado en los años 1985 y 1986. La formación de la importante cartera que muestra el gráfico 7, en los meses coincidentes con las fuertes cesiones temporales y previos a las importantes ventas a

GRAFICO 7

A. EVOLUCION DE LA CARTERA DE PAGARES DEL TESORO DEL BANCO DE ESPAÑA SIN AJUSTAR CON VENTAS TEMPORALES (Saldos a fin de mes)
(Billones nom.)



B. PORCENTAJE DE LA CARTERA DE PAGARES DEL TESORO DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE EL SALDO VIVO TOTAL (Saldos a fin de mes)



vencimiento de 1985, fue realizada, fundamentalmente, por la vía de abultadas suscripciones en las respectivas subastas de junio, julio y agosto. Sólo en septiembre la adquisición de PT se hizo por vía directa (5), en un contexto de fuertes ventas en firme y de desaparición del mercado primario. Ello es relevante en el sentido de que permite concluir que la cartera del Banco de España se ha venido constituyendo a precios de mercado, a excepción de lo adquirido en septiembre a una rentabilidad sustancialmente menor (6).

4. El coste de la intervención del Banco de España en el mercado de pagarés

La controvertida justificación de la intervención del Banco de España por el control monetario ha sido puesta de manifiesto en lo dicho. Los drenajes a mes y tres meses con PT se revelaron en su momento ineficaces en términos estrictamente monetarios (del agregado ALP) y las cuantiosas ventas a vencimiento están lejos de ser explicadas por el control monetario (su cesión simultánea al público fue evidente). Ello permite enfocar estas intervenciones como mecanismos de apoyo al Tesoro en la colocación de pagarés, lo que hace relevante el cálculo del coste de estas operaciones para el Banco de España.

Una óptica basada en el control monetario exigiría incluir en el coste de la intervención todas las partidas que permiten la regulación del mercado de dinero: préstamos de regulación monetaria, remuneración del coeficiente de caja y operaciones con PT. Sin embargo, nuestro punto de vista diagnostica la intervención del Banco de España como una intervención en el mercado de pagarés, por lo que tendremos en cuenta sólo las operaciones con PT y la rentabilidad de la cartera de la autoridad monetaria en estos títulos a la hora de aproximarnos al cálculo del coste de estas operaciones.

La inexistencia de datos publicados sobre tipos de interés de las ventas a vencimiento, que ya hemos señalado, y de información que permita asignar cada venta a una determinada referencia de la cartera del Banco de España, nos alejan del conocimiento del coste real. No obstante, es posible hacer hipótesis razonables sobre este último aspecto, y agregar la información existente respecto al primero señalado, no publicada, pero sí ofrecida de «viva voz» en el mercado por las autoridades monetarias, con el fin de realizar una aproximación, que debe ser examinada con las cautelas que su naturaleza de estimación exige.

En esta estimación no incluimos dos tipos de operaciones con pagarés que hasta ahora no hemos comentado, y de las que no se dispone de información alguna sobre sus tipos de interés. Se trata de las adquisiciones temporales y a vencimiento del Banco de España. Su volumen es generalmente pequeño en el caso de las primeras, y sólo alcanzó cifras importantes en las segundas como consecuencia de los canjes mediatizados por el Banco de España de PT con vencimiento en julio y agosto de 1986, por referencias a largo plazo, realizadas en marzo del mismo año como amortizaciones anticipadas (la regulación vigente permite sólo al Banco de España la amortización anticipada de PT). En el cuadro n.° 7 pueden observarse los volúmenes anuales de estas operaciones.

La estimación del coste de la intervención del Banco de España en PT ha sido realizada, pues, con una serie de supuestos, que permiten, no obstante, observar la importancia, durante 1985, del coste de las operaciones realizadas en apoyo —y sustitución en el caso del período septiembre/diciembre—, de las funciones del Tesoro. Los resultados pueden consultarse en el cuadro número 8.

Los volúmenes de intereses pagados por el Banco de España por sus operaciones de venta de PT son descontados, sin tener en cuenta periodificación alguna y contabilizando los intereses a la emisión, de los intereses que la autoridad monetaria habría percibido de haberse mantenido su cartera inalterada y de no haber realizado ventas temporales. Una aproximación al volumen de intereses devengados por la cartera real del Banco de España es la diferencia entre su rendimiento «teórico» y los intereses pagados por ventas en firme (que causan baja definitiva en su cartera).

La conclusión que puede extraerse de los datos aportados aquí (que deben ser tomados en cuenta con la cautela propia de toda estimación) es clara: la autoridad monetaria ha desempeñado un doble papel de retrasar la incidencia de la caída de los tipos de interés sobre las entidades financieras, por una parte, y de «dirigir» el descenso de tipos de pagarés, posteriormente, por otra, incurriendo en un coste que, de no haber sido asumido en su cartera, habría tenido que ser financiado bien por el Tesoro, bien por el público.

CUADRO N.° 7

PAGARES DEL TESORO E INTERVENCION DEL BANCO DE ESPAÑA

	Emision bruta total	*Suscripción bruta total del Banco de España*	*Intervenciones del Banco de España*				*Cartera del Banco de España sin ajustar, al cierre del año*
			Cesiones temporales	*Adquisiciones temporales*	*Ventas a vencimiento*	*Adquisiciones a vencimiento*	
1981	30,0	0,3	—	—	—	—	0,3
1982	131,4	51,3	—	—	69,9	24,2	3,2
1983	1.319,2	780,3	—	—	224,9	163,5	707,2
1984	3.684,8	2.370,4	441,5	0,8	2.054,2	53,8	447,7
1985	4.708,0	1.811,4	5.856,4	60,8	1.382,2	14,6	447,6
1986	4.962,8	1.052,7(*)	453,9	2,7	781,5 (*)	269,6(*)	427,4

(*) Incluye operación de canje con adquisición del Banco de España y simultánea cesión a vencimiento de 288,8 m.M. previa adquisición, el mismo día, a vencimiento de 261,0 m. M.

5. El descenso de tipos de interés y la necesidad de valorar la «prima fiscal» del pagaré

Una vez mostrada la relevancia de analizar la intervención del Banco de España como una intervención en este mercado de pagarés del Tesoro, con un coste determinado, es interesante añadir a esta cuestión otra que profundiza en el mismo sentido de relativizar la caída de los tipos de interés de los pagarés. Se trata de la valoración por parte del Tesoro y por parte del público de la llamada «prima fiscal» que constituyen las características fiscales específicas del pagaré frente a otros activos financieros.

Si bien la cuestión del papel del Banco de España interesa desde el punto de vista de analizar la verdadera incidencia de la caída de los tipos sobre la demanda de pagarés, el tema de la prima fiscal es relevante desde la óptica de la determinación del coste que para el Tesoro supone la no declaración de los intereses devengados por sus pagarés por parte del público interesado en la ocultación fiscal.

Esta cuestión es importante para la delimitación de la trayectoria de descenso que aún le queda por cubrir al pagaré y para poner de manifiesto la necesidad de cambios en la regulación de su coeficiente, en el sentido de su supresión, con el fin de evitar una segmentación en la demanda de pagarés —la demanda obligada de las entidades financieras, y la interesada por sus características fiscales— que impide el aprovechamiento por parte del Tesoro de la «prima fiscal» sin hacer recaer sobre las entidades financieras el coste de una financiación privilegiada.

No pretendemos aquí cuantificar en puntos porcentuales la

CUADRO N.° 8

APROXIMACION AL COSTE DE LA INTERVENCION DEL BANCO DE ESPAÑA EN VENTAS DE PAGARES DEL TESORO (1)
(m. M. nominales)

	1985	*1986(*)*
Intereses pagados por el Tesoro	722,6	513,8 (4)
Rendimiento de la cartera adquirida por el Banco de España (2)	268,2	118,1
(—) Intereses pagados por ventas temporales	50,8	2,4
(—) Intereses pagados por ventas en firme	152,7	31,8
Neto (3)	64,7	83,9

(1) Estimación propia. Valoraciones a la emisión sin periodificación.
(2) Rendimiento si todas las adquisiciones efectuadas por el Banco de España hubieran permanecido en su cartera hasta su vencimiento.
(3) El neto no incluye compras de pagarés del Tesoro realizadas por el Banco de España.
(4) Incluye efecto negativo de las amortizaciones anticipadas de marzo.
(*) Datos hasta noviembre.

prima fiscal, ni valorar su contrapartida en términos de coste de oportunidad para el Tesoro, tareas que se escapan del ámbito de este artículo y que, por lo demás, pueden ser calificadas de casi imposibles. Sin embargo, sí nos parece posible establecer los factores que, en nuestra opinión, son relevantes a la hora de analizar estas cuestiones.

Es evidente que el mantenimiento de rentabilidades, en un activo financiero concreto, por debajo de las de otros activos financieros sólo es posible en el contexto de una demanda obligada por un coeficiente o bajo unas condiciones fiscales que aseguren una opacidad fiscal que otros activos no disfrutan. En otra situación el activo perdería su demanda, que se desplazaría a activos financieros que se adaptaran mejor a los deseos de los ahorradores.

El PT ha perdido en la segunda mitad del año 1986 una parte importante de su demanda (ver gráfico 6), lo que demuestra que su rentabilidad se aproxima ya al umbral mínimo a partir del cual, con las actuales expectativas de inflación y la estructura de tipos de interés contemporánea, no interesa como inversión a un número importante de ahorradores a los que antes sí interesaba. Ello implica que, desde la publicación de la Ley de activos financieros, ha transcurrido un período de tiempo en el que la prima fiscal del pagaré no ha sido aprovechada por el Tesoro, lo que significa que éste ha incurrido en un coste equivalente a lo no ingresado por la imposición sobre los intereses de los pagarés emitidos y adquiridos por una parte importante del público. La prolongación de esta situación depende de la valoración de la prima fiscal por parte de los ahorradores interesados en la ocultación fiscal de sus saldos.

La existencia del coeficiente obligatorio de PT para banca, cajas y cooperativas de crédito impide, en nuestra opinión, el descenso de los tipos de interés del PT por debajo de los niveles marcados por otros activos financieros. Desde que comenzara el descenso de los saldos en poder del público, el Tesoro no ha vuelto a reducir significativamente sus rentabilidades. Ello ha estado relacionado también con el descenso de los PT de libre negociación de las carteras de las entidades financieras (el exceso sobre coeficiente), pero sobre todo con la inexistencia de otro pasivo del Estado con un mercado secundario suficientemente desarrollado que sustituyera al pagaré en aquellos segmentos de la demanda interesados más en la rentabilidad que en las condiciones fiscales privilegiadas.

III. CONCLUSIONES GENERALES

La evidencia muestra que el PT no desempeña actualmente el papel de instrumento de gestión de tesorería del mercado interbancario y, por tanto, que ya no constituye una segunda línea de liquidez importante. Esta situación tiene su origen en la promulgación de la Ley de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, de mayo de 1985, que otorga al pagaré una situación privilegiada en relación al resto de los activos financieros, sobre los que recae la obligación de practicar retención y de informar sobre el suscriptor desde la entrada en vigor de dicha Ley.

Esta nueva característica provoca un sustancial descenso de rentabilidades que transforma el mercado de pagarés: las carteras en poder del sistema bancario disminuyen hasta niveles próximos al mínimo obligado por el coeficiente de deuda del Estado y del Tesoro y, paralelamente, aumentan las tenencias del público en general. El negocio con PT deja de ser rentable para las instituciones financieras, que trasladan sus carteras al público obteniendo importantes diferenciales. El ajuste al coeficiente obligatorio en banca, cajas y cooperativas de crédito convierte al mercado secundario de pagarés en un mercado residual y separado del resto de los mercados monetarios, puesto que las fluctuaciones de sus tipos de interés ya sólo son indicativas del nivel excedente de estos títulos sobre el mínimo obligado: la volatilidad pasa a ser su nota fundamental.

El divorcio con el resto del mercado monetario afecta también a la cohesión entre todos los mercados financieros. La disminución brutal de la rentabilidad de los pagarés no tiene un efecto paralelo en la remuneración del déposito bancario. Desde octubre de 1985 la rentabilidad de los PT se sitúa sistemáticamente por debajo de la del depósito bancario. Este activo deja, pues, de ser competitivo —y, por tanto, nexo de unión— en el mercado financiero a la hora de captar el ahorro tradicional que no busca la ocultación fiscal.

Por otro lado, la intervención observada del Banco de España en el mercado de PT en los años 1985 y 1986 es difícilmente justificable desde el punto de vista del control monetario, ya que la utilización del pagaré como instrumento de drenaje de liquidez se hace ineficaz cuando el públi-

co sustenta una demanda fuerte de estos títulos, que posibilita el trasvase masivo de carteras del Banco de España a las instituciones financieras y de éstas al público. Esta situación, propia del año 1985, tiene una continuidad en 1986, año en que las ventas a vencimiento de la cartera del banco emisor cumplen un papel muy lejano al estricto control monetario, proporcionando una oferta diaria y casi continua de estos títulos que permite el cumplimiento del coeficiente de caja con un excedente mínimo.

Sin embargo, estas intervenciones sí pueden examinarse como el desempeño de una función subsidiaria del Tesoro: por una parte, retrasando la incidencia de la caída de los tipos de interés sobre las entidades financieras (ventas temporales en los meses centrales de 1985); y, por otra, «dirigiendo» el descenso de los tipos de interés de los pagarés y suministrando cantidades masivas de estos títulos al sistema bancario. Esta función provoca, por un lado, la asunción de un coste de intervención que de otro modo habría tenido que distribuir el mercado, y por otro, el ejercicio de un papel protagonista en el mercado de pagarés en los períodos en que no existe mercado primario.

La intervención del Banco de España tiene una incidencia fundamental en el descenso de las rentabilidades y, por ello, éste debe ser examinado teniendo en cuenta el coste en que incurre la autoridad monetaria. Este coste es difícil de cuantificar, al no existir información suficiente para llevar a cabo esta labor. Sí puede, no obstante, concluirse que la intervención afecta a un volumen muy importante de pagarés y que ha incurrido en pérdidas claras en determinados períodos de tiempo.

Por último, desde el mismo punto de vista, que pretende discernir los factores que han facilitado —aunque con un determinado coste— el descenso de rentabilidades, debe considerarse la llamada «prima fiscal» del PT, a partir de mediados de 1985. Al no obligar a la práctica de una retención sobre los rendimientos de estos títulos, el Tesoro debe «contabilizar» una pérdida equivalente al coste de oportunidad que suponen las cantidades no ingresadas en Hacienda como consecuencia del fraude fiscal propiciado por la normativa reguladora de la fiscalidad de los PT. Al mismo tiempo, esta situación, que beneficia al público suscriptor que no declara estos rendimientos, perjudica a las entidades financieras obligadas a cubrir el coeficiente de deuda con estos títulos, ya que estas instituciones están lejos de poder ocultar sus ingresos por rendimiento de activos financieros de sus propias carteras.

En el contexto descrito, la creación de un nuevo instrumento de gestión de Tesorería, que sustituya al PT en el papel de protagonista de la segunda línea de liquidez, es imprescindible, con el fin de fortalecer el mercado monetario y su vínculo con los mercados financieros a los que tiene acceso el público. Es razonable pensar que el sustituto adecuado haya de ser la deuda del Estado a medio y largo plazo, siempre que sea dotada de un sistema de anotaciones en cuenta que posibilite un mercado secundario de una profundidad y liquidez amplias. En este sentido, sería deseable la utilización de esta misma deuda como instrumento de intervención del Banco de España en el mercado, con la implantación de un auténtico sistema de compras y ventas de *open market*, facilitadas por el sistema de anotaciones en cuenta.

La financiación del déficit público podría estar, así, sujeta a una gama diversificada de deudas a corto, medio y largo plazo, con alta liquidez y profundo mercado secundario, ligado, en última instancia, a la demanda del público. La liberalización del sistema de coeficientes permitiría ligar el mercado de pagarés sólo al *stock* de dinero oculto actualmente a efectos fiscales, y al que la economía sumergida fuera generando. Ello posibilitaría, sin hacer recaer pérdidas sobre un segmento del mercado, una caída adicional de las rentabilidades de los pagarés, que compensara la «prima fiscal» de que todavía hoy goza este activo financiero. El fuerte descenso del saldo vivo actual de pagarés que seguiría sería absorbido por la deuda pública alternativa, con rentabilidades competitivas.

Del análisis realizado, en nuestra opinión, se desprende también la necesidad de coordinación entre el Banco de España y el Tesoro de cara a que no recaigan sobre la autoridad monetaria costes derivados de la financiación pública y del sistema utilizado por ésta, ya que su intervención puede producir efectos distorsionantes en la estructura de tipos de un mismo activo, al alejar la determinación de precios, en muchos casos, del mercado. Así, parece razonable defender el establecimiento de un flujo constante de emisión de deuda pública (que sustituya a las actuales ventas a vencimiento de pagarés), con subastas de cadencia programada previamente y anunciada con suficien-

te antelación, de forma que se reduzca la incertidumbre sobre los deseos de financiación de las administraciones públicas.

Las tendencias observadas en el público a la adquisición de deuda a medio y largo plazo durante la segunda mitad de 1986 permiten prever un desplazamiento más general en los años siguientes de las carteras del público en PT y en otros activos, bancarios o no, hacia la deuda a medio y largo plazo, paralelo al descenso de las expectativas de inflación y de tipos de interés en los próximos años. Una evolución en este sentido permitiría valorar el papel jugado por el PT como muy relevante de cara a la formación de un potente mercado de deuda pública en España, mercado inexistente antes del desarrollo de este activo y que las fuertes necesidades de financiación del sector público hacen imprescindible.

NOTAS

(1) El detalle de estas etapas se encuentra en el *Boletín Económico del Banco de España*, septiembre 1986.

(2) La CBE 13, de 10-04-84 es la que señala que en el mercado secundario de «anotaciones en cuenta», canalizado a través del Servicio Telefónico, podrán formalizarse tanto las ventas hasta la amortización como las ventas con compromiso de recompra a una fecha dada.

(3) El coeficiente de PT, regulado por la CBE 23/84 de 22 de junio, ha de cumplirse día a día sobre los mismos pasivos computables del coeficiente de caja. El denominador (los pasivos computables) se mantiene fijo durante diez días, de forma que entre el día 10 y el 19 los pagarés en cartera deben representar el porcentaje fijado sobre los pasivos computables del último día del mes anterior; entre el día 20 y el penúltimo del mes, sobre los pasivos del día 10; y entre el último día del mes y el 10 del mes siguiente, sobre los del día 20.

(4) Este proceso es descrito en *Informe Anual del Banco de España 1985*, Madrid, 1986, págs. 116-126.

(5) La adquisición directa por parte del Banco de España se hace posible por primera vez en el Real Decreto 2.313/1984 de 30 de diciembre.

(6) En septiembre, el Banco de España adquirió 100 m.M. el día 6 al 11,036 por 100, tipos de mercado, pero suscribió otros 100 m.M. el día 25 al 1 por 100, incurriendo claramente en una pérdida (datos extraídos del «Panorama Financiero», de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, publicado por el *Boletín Semanal de ICE*, n.º 2.030, de abril de 1986).

EL FUTURO DEL PAGARE DE EMPRESA

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

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

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

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

I. NACIMIENTO DEL PAGARE DEL TESORO AL PUBLICO, 1982

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

El pagaré del Tesoro, cuyas primeras emisiones se habían realizado en 1981 (para instituciones), pasó en 1982 a emitirse en subasta para cualquier inversor, siendo España el único país europeo en el que el inversor podía invertir en papel del Estado con liquidez a corto plazo. Se emitía así un activo con la doble función de financiar el déficit y de servir para el control monetario. En su primera etapa, al no asumir el sistema bancario la comercialización del producto y no tener el Tesoro redes de distribución, las subastas fueron encareciéndose, superando el 16 por 100 en el año, en un clima de restricción monetaria y sin que aumentaran en esta escalada (desde el 13 por 100) de una forma significativa las cifras de colocación.

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

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

II. EL PAGARE DE EMPRESA

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

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

1. El papel de la banca extranjera y las SMMD

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

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

2. Los principales sectores y modelos de emisión

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

El primero, cuyo ejemplo serían las empresas semipúblicas (Telefónica, ENDESA), se define por el uso del pagaré de empresa como elemento abaratador del pasivo, por su carácter económico de crédito movilizable y divisible para vender al menudeo. El mecanismo de colocación es, por lo general, en subasta idéntica a la del Tesoro. No se produce una auténtica desintermediación en el sistema bancario, que es en general el suscriptor, y no se produce la apertura de un canal distinto de financiación.

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

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

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

3. La entrada generalizada del sistema bancario

Con la consolidación total del pagaré de empresa sin retención, entra ya la gran banca y el resto del sistema en los mecanismos de fomento de emisión de pagarés por las empresas. Emisiones que se aceleran, como veremos, en vísperas de la Ley de Activos Financieros; la actitud del sistema bancario es fundamental, claro está, para que el mercado de pagarés de empresa cobre una dimensión significativa.

III. LA REACCION DEL SECTOR PUBLICO

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

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

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

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

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

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

Por las mismas causas que el pagaré del Tesoro, y en el marco favorable de laxitud monetaria, el mercado de pagarés de empresa experimentó un fortísimo incremento, hasta el punto de que, como se puede observar en el cuadro n.° 1, los pagarés de empresa superaron en 1984 a los pagarés del Tesoro en las compras por parte del público; lo que es lógico, por otro lado, dado el diferencial de tipos existente a favor de los pagarés de empresa (cuadro n.° 2). El mercado de pagarés de empresa en esos momentos supera los 600.000 millones (1), con cuatro sectores principales. En el cuadro n.° 5 se recoge la distribución sobre cifras infravaloradas del Banco de España.

- El primero y más importante segmento es en el que se encuentran RENFE y las empresas semipúblicas, ENDESA, Telefónica y SEAT principalmente. Este mercado supone mas del 50 por 100 del total.
- Las empresas eléctricas, FECSA y FENOSA principalmente.
- Las multinacionales, de la mano de la banca extranjera.
- Las pequeñas empresas tuteladas por algunos bancos como el Banco de la Pequeña y Mediana Empresa.

CUADRO N.° 1

PAGARES DE EMPRESA Y PAGARES DEL TESORO
(En miles de millones)

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

(1) En enero de 1984.

CUADRO N.° 2

PAGARES DE EMPRESA Y PAGARES DEL TESORO
TIPOS Y DEUDA VIVA
(En miles de millones)

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

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

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

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

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

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

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

Se produce un gran cambio, por tanto, en la cartera de los particulares; la banca debe, en aquel momento, almacenar pagarés del Tesoro para cubrir la demanda de aquellos clientes suyos a los que les vencen pagarés privados. De esta forma mantiene al menos el cliente, ya que no el pasivo.

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

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

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

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

Para el Tesoro, porque ha logrado aumentar fuertemente el volumen de pagarés en manos del público, con un descenso apreciable de los tipos y el consiguiente ahorro de intereses. La banca ha mantenido la mayoría de sus clientes, realizando importantes beneficios con las ventas de pagarés del Tesoro. Respecto a las empresas, las implicadas en la sustitución de financiación (pagarés de empresa por líneas de crédito bancario) la pudieron realizar con holgura y sin sufrir apreciable subida de los tipos de interés.

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

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

CUADRO N.° 3

PAGARES DE EMPRESA
SUS DIMENSIONES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS DEL SISTEMA
(Porcentaje sobre total pasivo)

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

(*) 370.000 millones.

CUADRO N.° 4

PAGARES DE EMPRESA
SU PESO EN LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS
(en porcentajes)

	1983	*1984*	*1985*	*Sobre saldos totales*
Activos				
Pagarés de empresa	2,6	7,9	−0,25	1,1
Activos financieros empresas y familias.				
Pasivos				
Pagarés de empresa	3,3	18,0	−2,2	1,4
Pasivos financieros empresas y familias				

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

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

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

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

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

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

CUADRO N.° 5

PAGARES DE EMPRESA
ESTIMACION SALDOS 1986

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

en un solo paquete de oferta ambos productos.

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

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

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

El abanico de tipos es bastante reducido, dadas las diferencias de calidad de las emisiones; a noviembre de 1986 se puede decir que, para un año, se halla entre el 10,25 por 100 de tipo de interés efectivo a final del período para el primer grupo y el 11 por 100 para empresas en el resto de los grupos.

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

Todo ello se conseguiría, en parte, con un sistema de compensaciones de operaciones (*clearing*) que suponga la admisión formal en el mismo; todo ello para un mercado secundario más solvente y fluido, al eliminar la existencia física de los pagarés de empresa y funcionar paralelamente a los pagarés del Tesoro en anotaciones en cuenta (2).

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

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

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

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

CUADRO N.° 6

INCIDENCIA MARGINAL DE LOS PAGARES DE EMPRESA EN LOS FLUJOS MONETARIOS
(miles de millones)

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

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

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

Datos solicitados	*Importe valores nominales*	*Importes por plazos (de origen)*					*Tipos de interés (****)*			
		Hasta 3 meses	*De 3 a 6 meses*	*De 6 a 12 meses*	*De 12 a 18 meses*	*A más de 18 meses*	*A 3 meses (75-105)*	*A 6 meses (150-210)*	*A 1 año (335-395)*	*A 18 meses (515-575)*
A. Colocaciones (*)										
A.1. Al público										
A.2. A otros intermediarios financieros										
B. Compras en firme										
B.1. A los emisores										
B.2. Al público										
B.3. A otros intermediarios financieros										
C. Ventas en firme										
C.1. Al público										
C.2. A otros intermediarios financieros										
D. Amortizaciones										
D.1. Títulos presentados a la entidad por el público para su amortización (**)										
D.2. Amortizaciones de la cartera										
E. Variaciones de la cartera (= B − C − D_2) (***)										

(*) Sin toma de posiciones de la entidad.
(**) Independientemente de que la entidad tenga que presentarlos, a su vez, a otra para su cobro.
(***) Concidirá con la diferencia que se produce entre dos meses consecutivos del concepto «Pagarés de empresa en Cartera» de «otras informaciones complementarias» al estado M.1.
(****) Tipos de interés medios de las operaciones realizadas en los plazos de días que figuran entre paréntesis.

— Este cuadro, recogido de la circular del Banco de España n.° 2 del 6 de febrero de 1987, expone los datos del Mercado de Pagarés que la banca central quiere conocer en los balances de bancos y cajas.
En el cuadro se distinguen aquellas emisiones en que las entidades actúan como simple intermediario (apartado A.), de las que actúan tomando posiciones (apartado B.)
En el sistema crediticio los pagarés de empresa pueden suponer un colchón de liquidez para el sistema bancario, reaccionando así al control monetario, ya que si la compra en firme a los emisores (apartado B1), supone un incremento en la M-4 al crecer los depósitos correspondientes (si no se financia dicha compra con pactos de recompra), la venta en firme al público (C1) supone una posibilidad de financiación adicional que no trae consigo incremento alguno de la M-4.

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

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

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

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

VIII. COMENTARIO FINAL

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

Como toda innovación, exige un ritmo de maduración que lo haga cuajar como un activo que, abaratando el coste de financiación de las empresas, no presione excesivamente sobre el costo de pasivo de las instituciones financieras, principalmente por los efectos de difusión.

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

NOTAS

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

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

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

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

ACTIVIDAD INTERNACIONAL DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

El incremento del riesgo en las operaciones bancarias internacionales es una característica que, inevitablemente, está unida a todo el proceso de innovación financiera de los últimos años. Las instituciones bancarias españolas, sujetas hasta muy recientemente a una regulación muy estricta en sus operaciones exteriores, sufrieron en menor medida que otras los efectos del incremento de riesgo.
En este artículo, **Antonio Sánchez-Pedreño** y **Gonzalo Gil** analizan cómo a pesar de este marco inicial restrictivo (posteriormente flexibilizado), la actividad internacional del sistema bancario español se ha expansionado a un ritmo vivo (una tasa de crecimiento anual cercana al 10 por 100 en los activos). No obstante, su importancia relativa en el contexto internacional sigue siendo muy pequeña. De esta expansión destacan los autores algunas características: la tendencia hacia una posición neta total equilibrada, el desarrollo de una posición neta acreedora frente al sistema bancario internacional y una reducción en el grado relativo de «exposición» del sistema bancario español.
Por último, y con vistas al próximo futuro, piensan los autores que cabe esperar que, en función de las recientes modificaciones en las normas de actuación, se produzca un mayor grado de integración de nuestro sistema financiero en los mercados exteriores.

I. CAMBIO ESTRUCTURAL EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y BANCARIOS

AUNQUE enraizado en los primeros años setenta —tipos de cambio flotantes, primera crisis del petróleo, desarrollo de euromercados, reciclajes, etc.—, el proceso de cambio estructural de los mercados financieros y bancarios se ha acentuado en los últimos años.

La multiplicidad de fenómenos diferentes, y el hecho de que se trata de un proceso cuyo punto final todavía no se adivina, son circunstancias que hacen bastante difícil ofrecer una síntesis comprensiva del mismo.

Este hecho, justifica el intento de ofrecer aquí una mera «impresión» del mismo que pueda servir como marco general de referencia para el análisis de los cambios producidos recientemente en nuestro sistema financiero y, más concretamente, bancario, en el área de las operaciones exteriores.

Las principales características del proceso de cambio podrían sintetizarse así (1):

1. La sustitución del crédito bancario tradicional por la emisión de títulos.

2. El acelerado desarrollo de la innovación financiera.

3. La continua interpenetración de los mercados financieros nacionales y su internacionalización.

* * *

Es comúnmente admitido, en efecto, que uno de los rasgos más distintivos de todo el proceso (la denominada *securitization*) viene dado por el cambio que se produce en la movilización del activo por parte de las instituciones bancarias.

El tradicional sistema de concesión de créditos se ve, cada vez en mayor medida, sustituido —véase cuadro n.º 1 (2)— por la instrumentación de la política de activos mediante la emisión de títulos movilizables en el mercado.

Este hecho, que implica la desaparición de la, en otro tiempo, clara división entre intermediación financiera y financiación directa en el mercado, tiene su origen en los problemas subsiguientes a la crisis de la deuda de 1982, y se ve impulsado tanto por la actividad de los propios bancos como por el perfeccionamiento de los mercados de bonos.

En efecto, el colapso de la deuda en el año 1982 obligó a los bancos a buscar una estructura más líquida para sus activos, y esto, unido a la presión de las autoridades supervisoras para que las instituciones mejorasen las bases de capital, llevó a:

- incrementar las emisiones de deuda subordinada con el fin de ampliar su capital;
- tratar de dotar de mayor liquidez a sus carteras, para lo cual se desarrollan procesos de nego-

CUADRO N.° 1

CREDITO INTERNACIONAL Y MERCADO DE CAPITALES

(m. m. $)

	1981	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
Bonos Internacionales	44,0	71,7	72,1	108,1	162,8
de los que:					
Flotantes	7,8	12,6	15,3	34,1	55,4
Convertibles	4,1	2,7	6,8	8,5	7,3
Créditos Sindicados	96,5	100,5	51,8	36,6	21,6
Otros Títulos (*)	1,0	2,3	3,3	18,9	49,4
TOTAL	141,5	174,5	127,2	163,6	233,8

(*) Recoge todas las financiaciones instrumentadas a través de *multi-component facilities* y RUF, NIF, etcétera.
Fuente: Banco de Inglaterra.

ciación de activos sobre deudores soberanos, vendiéndolos a descuento o intercambiando unos activos (deuda o renta fija) por otros (acciones) (3);

- aumentar las ventas de participaciones en préstamos sindicados, generalizando el sistema existente para los préstamos hipotecarios desde comienzos de los años 70 (4);
- aumentar las emisiones de títulos en sustitución de depósitos como forma de lograr un mayor equilibrio entre activos y pasivos.

Simultáneamente, el proceso se vio también favorecido por la ampliación y homogeneización de los mercados de bonos, que registra en estos años: la desaparición de la fragmentación existente al comienzo de los mismos, la ampliación de sus mercados secundarios, la eliminación de regulaciones oficiales de una manera prácticamente total, el establecimiento de mecanismos de *clearing* muy desarrollados (CEDEL, EUROCLEAR) y la generalización de los sistemas de cálculo y negociación bajo la influencia de la AIBD, etcétera.

Todo este proceso hace que hoy en día aproximadamente las 4/5 partes del total de crédito suministrado en los mercados internacionales transcurran por la vía de la emisión de títulos (5).

* * *

El segundo aspecto destacable del proceso, consecuencia en cierto modo de lo que se ha venido analizando hasta ahora, es el flujo continuo de la innovación financiera.

El deseo, por un lado, de «bordear» las limitaciones impuestas en ocasiones por las autoridades monetarias, o aprovechar las diferencias en tratamientos impositivos, así como la búsqueda de coberturas en una época de continuas fluctuaciones de tipos de interés y tipos de cambio, y la mayor competencia entre las instituciones, han alimentado una corriente continua de nuevos instrumentos.

Gran parte de estas innovaciones financieras se han traducido en un incremento de lo que podríamos llamar operaciones de «cuentas de orden», es decir, al margen de las patrimoniales tradicionales (*off Balance-Sheet*). Se ha tratado en muchos casos de operaciones que no implicaban la concesión de un crédito directo, sino más bien la aceptación por parte de la institución de un cierto «compromiso» de atender la necesidad de liquidez en un caso extremo o incrementar la calidad de riesgo del prestatario mediante el respaldo. El menor coste de la operación para el prestatario, el que no sea necesario desembolso inmediato para la institución (y, en muchos casos, la improbable necesidad de tener que hacer algún desembolso en el futuro) han hecho que en muchas ocasiones el grado de riesgo implícito en las nuevas operaciones no fuese bien calibrado. Pero este es un problema sobre el que se volverá más adelante.

Se trata de un conjunto de instrumentos y técnicas cuya sistematización resulta imposible, ya que surgen como una solución *ad hoc* para resolver alguna necesidad concreta, captar algún nuevo inversor; para lograr, en suma, obtener la mayor cuota posible de mercado. Y, por supuesto, desaparecen con la misma prontitud con que surgieron, en cuanto las

circunstancias cambian o lo hace el carácter de las necesidades a cubrir.

Si bien la sistematización, como se ha dicho, resulta prácticamente imposible, sí puede tener interés asomarse, siquiera breve y superficialmente, a ese conjunto de mercados. Para hacerlo con un mínimo de orden, pueden utilizarse dos hilos conductores que permiten separar dos grandes grupos.

Estaría, en primer lugar, aquel grupo de instrumentos surgidos de la actividad de los intermediarios —una amalgama de diferentes tipos de instituciones cada vez más concentradas— que, acentuando de forma creciente su papel de intermediación, no cesan de buscar formas, por un lado, de obtener, «mandatos» de los potenciales prestatarios (gobiernos, empresas, etc.) y, por otro, de llegar a los prestamistas últimos de fondos, sean éstos particulares, inversores institucionales u otros bancos.

A este grupo, si los citamos en el orden de su rápida sucesión y sin ningún ánimo de exhaustividad, pertenecen: préstamos, préstamos con tipo flotante y sindicados, notas a corto plazo (*short term notes*), FRN, RUF, NIF, préstamos de composición múltiple (*multi component facilities*) y bonos que —con todo su amplio espectro de modalidades: ordinarios, convertibles, ceros, CATS, TIGERS, STRIPS, hasta llegar a los bonos con *warrant* (con opción)— marcan el extremo del proceso.

Un segundo grupo, más propiamente de técnicas que de instrumentos, aparece como respuesta a las continuas fluctuaciones de tipos de cambio y variabilidad de tipos de interés.

Se trata de un conjunto de mercados, que, surgidos inicialmente en áreas no estrictamente financieras, sufren, al trasladarse a estas últimas, una evolución que los dota de una creciente complejidad. Existen tres grandes familias: *swaps* de intereses y monedas, futuros y opciones, y una serie de variantes que mezclan los componentes de algunas de ellas.

Los *swaps* tratan de aprovechar las ventajas relativas que los diferentes clientes tienen en los mercados para obtener en cada uno de ellos la posición más ventajosa e intercambiarla. Pueden ser cambios de instrumentos diferentes de un mismo mercado nacional, cambios entre un mercado y otro, y cambios de monedas o de intereses.

Además de los «futuros» ya tradicionales de mercancías (incluido oro), hoy día se pueden negociar futuros de índices de acciones, de divisas y de tipos de interés (depósitos, letras del Tesoro y bonos del Tesoro).

Por su parte, las opciones existentes en estos momentos, aparte de las de acciones, se negocian sobre cuatro tipos de instrumentos: opciones de índices de acciones, de instrumentos de deuda (deuda del gobierno USA, *Treasury bills* y *Treasury notes*), de divisas (dólares, marcos, yens, francos suizos) y oro. Además, y como parte de la mezcla mencionada anteriormente, pueden adoptar dos formas: opciones sobre activos existentes ahora, o sobre «futuros» (6).

* * *

Todas las transformaciones producidas forman parte de un proceso de internacionalización y globalización de los mercados. En efecto, tanto la propia movilidad geográfica de las instituciones financieras, que se establecen libremente en países distintos, como el desarrollo de importantes movimientos de capital, favorecidos por la fluctuación de tipos de cambio, la volatilidad de tipos de interés y la progresiva eliminación de restricciones, ayudan a configurar un mercado global, en su concepción geográfica, y permanente en el tiempo.

Aunque la completa renovación de la forma de operar en la Bolsa de Londres sea un buen ejemplo de por donde transcurren las transformaciones que aquí se están analizando, no es sino el último eslabón, por ahora, de una cadena de cambios a los que todos los países, desde comienzos de los años 80, y aún antes, están abocados, no tanto por la actitud de los legisladores como por el propio impulso de los mercados. En efecto, desde la eliminación del control de cambios en Gran Bretaña en 1979, y el establecimiento de las *International Banking Facilities* en Estados Unidos en el mismo año, hasta la propia transformación de la Bolsa de Londres antes mencionada, pasando por Francia, Alemania, Estados Unidos, se ha desarrollado un proceso en el que la competencia entre todas las instituciones se ha generalizado y se han eliminado gran parte de las restricciones antes existentes (7).

Pero al margen de la eliminación de restricciones legales antes mencionada, los propios desarrollos de los mercados de valores y la aparición de nuevos instrumentos han impulsado también esta integración internacional. Los residentes de cualquier mercado tienen acceso hoy en día a otros mercados, no solamente por el hecho de que no existan restricciones, sino porque el desarrollo de nuevos instrumentos lo ha permitido.

Así, los *swaps* permiten el ac-

ceso de prestatarios a mercados antes inaccesibles para ellos; todos los instrumentos antes mencionados (NIF, RUF...) tienen la característica de ofrecer al prestatario la posibilidad de elegir entre divisas, mercados, plazos; las opciones que un banco suscribe con sus clientes se «cubren» en otros mercados con opciones de distintos tipos y en los que están implicadas divisas diferentes y se van desplazando las coberturas durante las 24 horas del día, ..., etcétera. Resulta innecesario insistir en la interrelación y homogeneización que todos estos desarrollos producen en los mercados.

Todo el proceso se ha reforzado por la aparición en los últimos años, con una fuerza creciente, de los inversores institucionales, antes muy limitados a sus ámbitos domésticos y que ahora actúan internacionalmente con una capacidad de gestión similar a la de los propios bancos, diversificando sus carteras —plazos, divisas, tipos de títulos, mercados—, y la creación de los fondos de inversión transnacionales.

No debe olvidarse, por último, que todo esto ha sido posible en virtud del acelerado proceso de avance tecnológico y del desarrollo de las telecomunicaciones.

* * *

El proceso que, someramente, se ha intentado describir en los puntos anteriores es, en estos momentos, y lo seguirá siendo durante un previsible futuro, un proceso abierto. Por ello, resulta un poco vano preguntarse cuáles son sus consecuencias. Sí que es, en cambio, posible señalar el inicio de algunas transformaciones, sobre cuya validez y resultado final las opiniones no son ahora tan marcadamente optimistas como lo fueron al comienzo.

Sin un ánimo exhaustivo, estos cambios podrían ser:

1. La tarea de las autoridades monetarias se ha hecho mucho más compleja dentro de cada país, y la confianza en el manejo de los intrumentos tradicionales de política monetaria se ha reducido.

La década que termina en esta primera mitad de los años 80 contempló en sus inicios cómo la selección de objetivos cuantitativos se aceptaba unánimemente como la mejor herramienta para el logro de los fines perseguidos.

Todo el proceso de innovación financiera está erosionando cada vez más esa confianza; mientras la aparición de nuevos instrumentos va restando significación a los agregados monetarios tradicionales (empeñados en un vano intento de integración de todos los instrumentos), la creciente movilidad de capitales potencia el papel del tipo de cambio como canal de transmisión de la política monetaria y, en general, hace recaer cada vez más confianza en la utilización de precios frente a cantidades como base de actuación.

2. Los distintos papeles que juegan las instituciones es otro de los aspectos que está resultando modificado. Durante los años de la década de los 70 los bancos experimentaron un desarrollo acelerado en el que generaron estructuras de capital y riesgo completamente inadecuadas.

Cuando se produce el cambio en las circunstancias económicas generales, tiene lugar la explosión de la deuda exterior y se acelera el proceso de innovación financiera los bancos se encuentran, por un lado: con unos mayores controles por parte de las autoridades (que tratan de impulsar un incremento en las bases de capital de aquéllos), con unas estructuras lastradas por el desarrollo de la década anterior y con una caída de sus *ratings* en todos los análisis de riesgos internacionales. Por otro, y frente a todo lo anterior, aparecen un conjunto de instituciones —bancos de inversión, financieras (*securities houses*), etc., que, sin las hipotecas de un desequilibrado desarrollo anterior, y sometidas a menos controles, compiten con los bancos en todos los terrenos.

La interacción entre todos estos tipos de instituciones contribuye a dinamizar el proceso de transformación y apunta cada vez con más fuerza a un nuevo tipo de institución, que es, en realidad, un conglomerado de servicios financieros cuyo control y seguimiento se hace cada vez más complicado.

3. Valoración de riesgos. Este es quizás el aspecto de todo el proceso de transformación que más sombras está arrojando sobre el mismo. ¿Hasta qué punto, individual, pero sobre todo para el sistema en su conjunto, se están teniendo en cuenta los riesgos que todo el proceso lleva consigo?

Este interrogante, y su contestación negativa, hace que de un tiempo a esta parte «voces autorizadas» (8) llamen, cada vez con más frecuencia, la atención sobre el hecho del riesgo, intentando hacer reflexionar sobre un proceso que ha suscitado una enorme cantidad de literatura, las más de las veces acrítica.

Es claro que los nuevos instrumentos que han ido surgiendo facilitan la transferencia del riesgo de unos detentadores a otros y, en muchas ocasiones, su fragmentación, pero, tal como se señalaba en uno de los trabajos mencionados (9), no está muy claro si se está teniendo en cuen-

ta que el riesgo global para el sistema no disminuye y si no se estará haciendo recaer demasiado riesgo sobre unidades no demasiado bien preparadas para asumirlo.

Por otro lado, muchos nuevos instrumentos, *swaps* sería el caso más típico, facilitan el acceso al mercado de prestatarios que antes no podían hacerlo. Esta imposibilidad podía deberse a limitaciones puramente institucionales, pero cabe pensar también que consideraciones referentes a la calidad del riesgo que algunos prestatarios representaban hacían imposible su competencia directa en dichos mercados. La vía indirecta de acceso, el *swap*, puede resolverles esta dificultad aunque el problema del riesgo siga vigente.

La profusión de instrumentos cada día, así como su rápida desaparición, hacen muy difícil un análisis detenido del riesgo que cada uno de ellos implica. Al mismo tiempo, las complicadas relaciones que se establecen en el seno de los nuevos conglomerados contribuyen a incrementar aquella dificultad.

4. Es, hasta cierto punto, comprensible que en un proceso de este tipo los operadores privados piensen, prioritariamente, en librarse del riesgo inmediato, sin pensar en el riesgo global para el sistema. En cambio, desde el punto de vista de la autoridad monetaria, la consideración del problema es distinta, y en esto consiste, para terminar, otro de los rasgos del proceso. Todas las características implícitas en el proceso de transformación acentúan el papel de supervisor de la autoridad monetaria responsable en cada caso, de tal forma que tradicionales funciones van recibiendo menor atención y, cada vez en mayor medida, los esfuerzos se centran en correr detrás de los mercados tratando de proteger —¿con qué éxito?— al sistema de los riesgos que todo el proceso puede estar produciendo. Hasta qué punto todo ésto puede obligar a replantearse el papel de los bancos centrales o de muchas de sus funciones es un tema que aquí sólo se puede apuntar, pero cuya importancia es difícil de exagerar.

La propia transformación de las instituciones refuerza la línea de razonamiento anterior. Los bancos privados todavía hoy siguen desempeñando, en gran parte, sus papeles tradicionales de sustentadores del mecanismo básico de pagos, captación de depósitos de particulares y principal canal de transmisión de la política monetaria. Son instituciones supervisadas y respecto a las cuales la autoridad monetaria asume, de hecho, un papel de prestamista en última instancia. ¿Cómo puede quedar modificado todo ésto con el cambio que se está produciendo en el papel de los bancos y la creciente importancia de otras instituciones?

No faltan en estos momentos en Estados Unidos corrientes de opinión que propugnan (10) una vuelta atrás radical. Limitemos los bancos, vienen a decir, al desarrollo de sus funciones tradicionales y dejemos todas las restantes operaciones a otros tipos de instituciones. El nivel de desarrollo alcanzando hace difícil el mantenimiento de esta posición, pero, por otro lado, el camino alternativo no está exento de dudas: ¿en qué sentido se debe adaptar el concepto tradicional de supervisión?, ¿hay que extender la supervisión a todo el conjunto de conglomerados financieros que se están formando?, en caso de hacerlo, ¿va a actuar la autoridad monetaria también como prestamista en última instancia?

II. ACTIVIDAD INTERNACIONAL DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

Tal como se ha señalado, todo el proceso de innovación y transformación que ha sufrido en los últimos años el sistema bancario internacional había originado un incremento considerable del riesgo, producido tanto por la aparición de nuevos instrumentos como por la situación que atravesaban los bancos a los que el cambio de políticas económicas de los 80 sorprendió con unas estructuras de riesgos inadecuadas, procedentes de la fuerte expansión de los años 70.

Las instituciones bancarias españolas, sujetas a una regulación relativamente estricta de sus actividades *off-shore*, sufrieron en menor medida que otros sistemas bancarios los indeseables efectos sobre niveles de riesgo, tanto del acelerado proceso de innovación y transformación financieras como del brutal cambio en el escenario del endeudamiento externo de muchos países al comienzo de la presente década. Aun cuando la regulación vigente en este campo de la actividad bancaria data del año 1979, merece la pena subrayar que tiene sus orígenes en la Circular 3-DE de 12 de julio de 1974, es decir, casi en el comienzo de la formidable expansión de las actividades bancarias internacionales —lo que entonces dio en llamarse el problema del reciclaje— originada por la primera crisis del petróleo. También es necesario resaltar que esta normativa, ciertamente muy restrictiva, tuvo su causa, quizás ya olvidada, en la onda de desconfian-

za que sacudió a los mercados internacionales con motivo de la quiebra de la Banca Herstatt —con repentinas y drásticas reducciones de las líneas de riesgo bancario por parte de los grandes operadores internacionales, que no dejaron de hacerse sentir en las instituciones bancarias españolas y en su incipiente actividad en el área internacional. Enfrentadas ya con una aguda crisis de balanza de pagos, derivada tanto de la primera crisis petrolífera como de fuertes políticas expansivas de la demanda interna, las autoridades monetarias españolas se aprestaron a conjurar la amenaza de crisis de confianza que los mercados internacionales pudieran desatar sobre un sistema bancario al que se permitiese llegar a una posición de fuerte endeudamiento y elevado grado de inmovilización en moneda extranjera.

El marco normativo diseñado para conjurar tal amenaza incorporaba las siguientes cautelas:

a) Prohibición de cualquier fuente de *funding* que no fueran los depósitos.

b) Limitación del endeudamiento en moneda extranjera a un porcentaje de los recursos propios (inicialmente el 200 por 100 y posteriormente el 300 por 100).

c) Limitación de las formas de colocación de los recursos en moneda extranjera, constreñida a depósitos bancarios y «préstamos» en el exterior, y a la financiación de importaciones, exportaciones y préstamos a favor de residentes debidamente autorizados.

d) Limitaciones a la «transformación», mediante la exigencia de elevadas simetrías de vencimientos de activos y pasivos (hasta 1979 los recursos obtenidos hasta tres meses no podían colocarse sino a plazo igual o menor que el de su obtención, y los obtenidos entre tres meses y un año sólo podían colocarse a plazo superior al año en un 25 por 100 de su importe global).

e) Perfecta simetría entre la composición por monedas de activos y pasivos, mediante la exigencia de cobertura a plazo en caso de colocación en divisa distinta a la de los fondos obtenidos.

f) Fuertes limitaciones al riesgo, de cualquier naturaleza, con no residentes, que en ningún caso habría de superar el menor de los dos siguientes límites: el 5 por 100 de los recursos en moneda extranjera de la entidad delegada en cuestión o el 20 por 100 de los recursos propios o patrimonio neto del prestatario no residente.

Apenas es necesario señalar que si las severas limitaciones a las «formas» de toma y colocación de fondos imposibilitaron, de hecho, las operaciones que hemos llamado de «cuentas de orden» —los productos más característicos, si se quiere, del intenso proceso de innovación financiera—, los topes al endeudamiento en moneda extranjera, en combinación con las exigencias respecto a simetrías por vencimientos y denominaciones de activos y pasivos y con los límites de riesgo por prestatario, introdujeron una medida de sosiego importante en un clima de desorbitada expansión de la operatoria internacional de la generalidad de los sistemas bancarios.

En este mismo orden de ideas, hay que señalar que el acceso a las actividades internacionales de un importante sector de nuestro sistema bancario, el de las cajas de ahorros, no se inició de una manera algo significativa sino con el comienzo de la presente década, y no de forma generalizada sino casi institución por institución. Y así las cajas de ahorros fueron objeto de regímenes específicos en cuanto a sus actividades internacionales, más restrictivos que el general aplicable a los bancos. En particular, la financiación de no residentes por estas instituciones quedó limitada, salvo autorización específica, a una lista de entidades bancarias extranjeras previamente aprobada por el Banco de España. No es así sorprendente que las cajas de ahorros españolas no hayan tenido que enfrentar de manera casi absoluta y generalizada los problemas de riesgo-país que han gravitado pesadamente sobre las cuentas de resultados de todos los sistemas bancarios.

A juzgar por el crecimiento de los pasivos en moneda extranjera de nuestro sistema bancario, no puede decirse, sin embargo, que la normativa, indudablemente restrictiva, antes descrita impusiera un desarrollo de las actividades internacionales menos acelerado que el de las domésticas. Así, en los siete años transcurridos de la presente década, los pasivos del sistema bancario frente al sector privado español se multiplicaron por 2,58 veces, en tanto que los pasivos en moneda extranjera, valorados en pesetas, se multiplicaron en 2,29 veces. El crecimiento de los pasivos en moneda extranjera, en su valoración en pesetas, está muy influenciado, desde luego, por la intensa depreciación de la peseta en el período, pero ello no resta importancia al hecho de que su peso relativo en el balance bancario no ha perdido apenas importancia.

Las actividades en moneda extranjera del sistema bancario español

El cuadro n.º 2 presenta la evolución en la presente década del

CUADRO N.° 2

BALANCE EN MONEDA EXTRANJERA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

(Millones de dólares) **(Saldos a fin de período)**

ACTIVOS	*1979*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
No Residentes	*13.409*	*16.833*	*20.328*	*16.043*	*14.448*	*15.836*	*17.587*	*20.891*
Entidades de crédito	10.029	12.223	14.220	11.491	9.819	11.106	12.621	15.094
Créditos	3.040	4.216	5.688	4.032	3.911	3.899	3.936	3.917
Títulos	243	288	302	432	642	738	924	1.748
Otros	97	106	118	88	76	93	106	132
Residentes	*5.427*	*5.703*	*5.849*	*5.645*	*5.424*	*5.063*	*3.866*	*3.323*
Crédito sector privado	5.321	5.602	5.593	5.311	4.710	4.389	3.523	3.059
Crédito sector público	106	101	256	334	714	674	343	264
TOTAL ACTIVOS	18.836	22.536	26.177	21.688	19.872	20.900	21.453	24.214
No Residentes	*16.505*	*20.008*	*23.289*	*18.354*	*16.345*	*17.237*	*16.560*	*18.915*
Entidades de crédito	11.500	13.667	15.334	11.405	9.587	9.694	8.430	10.375
Acreedores	5.005	6.341	7.955	6.950	6.758	7.543	8.130	8.540
Residentes	*402*	*472*	*375*	*389*	*433*	*353*	*577*	*611*
TOTAL PASIVOS	16.907	20.480	23.664	18.743	16.778	17.590	17.137	19.526

balance en moneda extranjera del sistema bancario español. Un rasgo principal de este balance es que el sistema bancario español siempre ha mantenido, en el período examinado, una posición «larga» en moneda extranjera —esto es, los activos denominados en divisas han excedido siempre, y de forma progresiva sobre base anual, a los pasivos de igual denominación. Esta situación, que de alguna forma ha hecho menos vulnerable al sistema ante crisis de confianza de los mercados internacionales, es el resultado de la propia existencia de un control de cambios que, si ha limitado severamente las salidas de capital del sistema bancario —esto es, la posibilidad de adquirir activos denominados en moneda extrajera con financiación en pesetas—, más restrictivo aún ha sido respecto a la posibilidad de que el sistema bancario, como cualquier otro prestatario español, utilizase los mercados internacionales como fuente de generación de liquidez doméstica (incurriendo en el correspondiente riesgo de cambio) al exigir, según ya se señaló, que los fondos captados en una divisa hubieran de colocarse en la misma divisa o, en caso contrario, cubrirse a plazo.

Por lo que a las salidas de capital del sistema bancario se refiere, el control de cambios se ha manifestado en un doble frente: de un lado, en cuanto tales salidas han estado limitadas a la inversión directa (filiales y sucursales en el exterior, etc.), sujetas a autorización específica caso por caso y, desde 1979, a inversiones de cartera no superiores al 10 por 100 del aumento anual de los recursos propios de las entidades; de otro lado, por las limitaciones impuestas por el Banco de España a las posiciones largas de contado —esto es, al volumen de divisas comprado contra pesetas que las entidades podían detentar.

No es, así, coincidencia que la tradicional posición «larga» total, en el sentido más arriba definido, se haya hecho más «larga» —mayor diferencia entre los totales de activos y pasivos en moneda extranjera— precisamente en los dos últimos años, cuando: por una parte, el Banco de España procedió a ampliar considerablemente, primero, y a liberalizar totalmente, después, el mantenimiento de posiciones de contado en cobertura de ventas de moneda extranjera a plazo, amén de permitir materializar en moneda extranjera las provisiones por riesgos crediticios en moneda extranjera; y, por otra parte, por decreto de 7 de noviembre de 1986, se liberalizaron de forma decidida las inversiones de cartera en el exterior.

Por lo que a los pasivos en moneda extranjera se refiere, una primera característica de su evolución es el diferente ritmo de expansión intertemporal: si en un primer período (1979-1981) crecieron en nada menos que un 40 por

100 hasta totalizar un máximo histórico, hasta ahora, de 23.700 millones de dólares, en el bienio subsiguiente disminuyeron acusadamente, hasta descender incluso por debajo (16.800 millones) de su nivel a fines de 1979. La recuperación posterior ha sido lenta, y sólo en 1986 han mostrado un decidido avance de casi el 14 por 100, hasta situarse por encima de los 19.500 millones de dólares. La evolución señalada está claramente condicionada por el rumbo del problema de la deuda exterior de tantos países: antes del estallido, en 1982, de la crisis se observó un crecimiento acelerado de las actividades internacionales, tanto en los mercados interbancarios como en la financiación a no residentes, pero, una vez que se produjo la crisis, la reducción de actividades fue general, afectando tanto a las interbancarias como a las típicas de financiación a Estados y empresas.

Un rasgo fundamental de la evolución de los pasivos en moneda extranjera del sistema bancario español en lo que va de década es el importante cambio habido en la estructura de las fuentes de financiación: mientras que al final de los años setenta más del 68 por 100 del total de los recursos de esta naturaleza procedían del sistema bancario internacional, para fines de 1986 tan sólo el 53 por 100 procedían de esta fuente. En realidad, los recursos de procedencia bancaria han disminuído en casi un tercio —esto es, casi 5.000 millones de dólares— desde su máximo histórico (15.400 millones de dólares) en 1981, en tanto que los procedentes de otras fuentes, mucho más difuminadas en cuanto a la importancia relativa de cada acreedor individual, han crecido hasta casi igualar los de naturaleza bancaria.

Este importante cambio estructural en la importancia relativa de las fuentes de financiación, junto con la mayor amplitud de posiciones de contado otorgada por el Banco de España a las instituciones, ha variado de manera drástica la posición del sistema español frente al sistema bancario internacional, posición que ha evolucionado de la forma que recoge el cuadro n.º 3.

Resulta así que si, tradicionalmente, hasta la crisis de la deuda internacional de 1982 el sistema bancario español fue deudor neto de moneda extranjera en los mercados interbancarios internacionales, a partir de dicha fecha ha evolucionado hacia una posición de acreedor neto —es decir, de suministrador neto de fondos— por un importe que a finales de 1986 superaba los 4.700 millones de dólares.

La intermediación interbancaria ha constituido siempre, desde luego, la principal actividad del sistema bancario español en el campo de operaciones en moneda extranjera, representando, de manera casi permanente hasta 1985, en torno a un 50-54 por 100 del total de actividad en este campo. El resto de actividades —es decir, la financiación a residentes y no residentes de naturaleza no bancaria— se ha repartido circunstancialmente, pero siempre con una clara preferencia por la financiación a residentes frente a la otorgada a no residentes. Tan sólo en un año, justo el inmediatamente anterior al estallido de la crisis de la deuda internacional en 1982, los activos sobre no residentes de naturaleza no bancaria, a un nivel récord histórico de 6.100 millones de dólares, superaron la financiación en moneda extranjera a residentes, que también en dicho año, con una cifra de 5.849 millones de dólares, alcanzó su máximo histórico.

Pero la actividad del sistema bancario español en los mercados interbancarios internacionales se ha intensificado en los dos últimos años —hasta representar el 62 por 100 de las actividades en moneda extranjera— a consecuencia de dos circunstancias, probablemente irreversibles en el corto plazo: de una parte, el rá-

CUADRO N.º 3

ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL FRENTE AL SISTEMA BANCARIO INTERNACIONAL

(Millones de dólares) **(Saldos a fin de período)**

	Activos	*Pasivos*	*Neto*		*Activos*	*Pasivos*	*Neto*
1979	10.029	11.500	−1.471	1983	9.819	9.587	+ 232
1980	12.223	13.667	−1.444	1984	11.106	9.694	+1.412
1981	14.220	15.334	−1.114	1985	12.621	8.430	+4.191
1982	11.491	11.405	+ 86	1986	15.094	10.375	+4.719

CUADRO N.° 4

BALANCE DE PESETAS DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (*) CON EL SECTOR EXTERIOR

(Millones de dólares) **(Saldos a fin de período)**

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Activos								
Entidades de crédito	118	112	163	137	78	149	207	232
Crédito no residentes	821	793	970	1.183	1.397	1.540	2.245	2.691
Total activos	939	905	1.133	1.320	1.475	1.689	2.452	2.923
Pasivos								
Entidades de crédito	342	339	641	459	450	1.106	726	1.523
Acreedores no residentes	2.824	2.969	2.892	2.723	2.622	2.866	3.653	4.971
Total pasivos	3.166	3.308	3.533	3.182	3.072	3.972	4.379	6.494

(*) Residente.

pido proceso de reducción del endeudamiento exterior de la economía española, tanto del sector público como del privado, consecuente con el fuerte superávit corriente de la balanza de pagos; y, de otra parte, el permanente estado de crisis de deuda internacional de muchos países. La primera de estas circunstancias ha supuesto que tan sólo en los tres últimos años, de 1983 a 1986, los activos en moneda extranjera sobre residentes hayan descendido en más de 2.100 millones de dólares, con porcentajes de baja del 35 por 100 para el sector privado y del 64 por 100 para el sector público; la segunda, que el crédito a no residentes, tras una baja de más de 1.700 millones en el bienio 1982-83, haya permanecido estancado desde entonces en torno al nivel de 3.900 millones de dólares.

Así pues, la actividad del sistema bancario español en los mercados interbancarios internacionales se ha visto engrosada en los tres últimos años por el flujo de fondos procedente de tres fuentes: el crecimiento de los pasivos frente a titulares no bancarios (con un aumento de casi 1.000 millones de dólares); la desinversión crediticia frente a residentes y no residentes (2.100 millones de dólares), y el aumento de posiciones de contado consentido por el Banco de España (825 millones de dólares).

Las operaciones en pesetas con el sector exterior

La conexión del sistema bancario con el sector exterior no tiene lugar únicamente, desde luego, a través del mantenimiento de activos y pasivos en moneda extranjera frente a éste, sino también mediante una importante operatoria en pesetas, que genera activos y pasivos frente a no residentes denominados en nuestra divisa.

Si, por lo que a generación de activos se refiere, el control de cambios no ha permitido, salvo autorización específica, al sistema bancario español el otorgamiento de créditos y préstamos de naturaleza financiera denominados en pesetas a favor de no residentes, un porcentaje creciente de la importación y, sobre todo, de la exportación española (incluso de la no acogida al esquema de financiación oficial) se denomina en pesetas (11), generando, por tanto, activos y pasivos sobre el exterior en pesetas que, vía su movilización por los exportadores, encuentran su camino hacia las carteras bancarias.

De otra parte, siempre ha existido una demanda por no residentes de pasivos bancarios españoles denominados en pesetas —lógicamente, pero no siempre, con convertibilidad. La demanda de tales pasivos se vio enormemente favorecida cuando, en 1981, las autoridades monetarias procedieron (12) a la supresión del sistema dual de cuentas extranjeras de pesetas («para pagos en España, o cuentas A» y «pesetas convertibles, o cuentas B»), pasando a un sólo tipo de «cuentas extranjeras en pesetas convertibles» y a permitir la cobertura a plazo en el mercado español de divisas de los

CUADRO N.° 5

BALANCE DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (*) CON EL SECTOR EXTERIOR

(Millones de dólares) **(Saldos a fin de período)**

	1979	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Activos								
Entidades de crédito	10.147	12.335	14.383	11.628	9.897	11.255	12.828	15.326
Créditos	3.861	5.009	6.658	5.215	5.308	5.439	6.181	6.608
Títulos	243	288	302	432	642	738	924	1.748
Otros	97	106	118	88	76	93	106	132
Total activos	14.348	17.738	21.461	17.363	15.923	17.525	20.039	23.814
Pasivos								
Entidades de crédito	11.842	14.006	15.975	11.864	10.037	10.800	9.156	11.898
Acreedores	7.829	9.310	10.847	9.673	9.380	10.409	11.783	13.511
Total pasivos	19.671	23.316	26.822	21.537	19.417	21.209	20.939	25.409

(*) Residente.

saldos en pesetas convertibles (13), sujeta a la condición de que el saldo exista al contratarse la operación de venta a plazo del mismo y se mantenga hasta el vencimiento del contrato a plazo. Las dos medidas mencionadas abrieron la puerta a los *swaps* moneda extranjera/pesetas —una fuente alternativa de obtención de liquidez en el mercado interior particularmente importante para los bancos extranjeros operantes en España— y, en general, al arbitraje de intereses entre el mercado monetario español y el internacional.

El cuadro n.° 4 muestra el balance de pesetas del sistema bancario español con el sector exterior. La primera característica a destacar es el rápido crecimiento de activos y pasivos —con tasas de 211 por 100 y 105 por 100 respectivamente— en los siete años transcurridos de la presente década. A un nivel de cerca de 860 mil millones de pesetas a fines de 1986, los pasivos bancarios en pesetas frente al exterior representaban más de un 4 por 100 de los depósitos totales del sector privado en el sistema bancario español, habiendo duplicado su importancia relativa desde el comienzo de la década.

En la evolución de estos pasivos, dos hechos merecen ser destacados: de una parte el, carácter relativamente errático de los saldos de titularidad bancaria, con fuertes fluctuaciones a lo largo del período examinado. Dicha erraticidad se conecta probablemente, dada la naturaleza de los titulares de los saldos, con oscilaciones en los diferenciales de los tipos de interés nacionales e internacionales, así como con el estado de las expectativas respecto al tipo de cambio de la peseta, muy influenciado, a su vez, por la evolución de la balanza de pagos. Resulta sintomático, por otra parte, el estancamiento —de hecho, la caída— de los saldos de acreedores no bancarios en el período 1981-83, que estuvo dominado por el estallido de la crisis de la deuda internacional y agudos desequilibrios de la balanza de pagos española. A un nivel cercano a los 6.500 millones de dólares al cierre de 1986, estos pasivos bancarios frente al exterior, en su inmensa mayoría con plena convertibilidad y de vencimiento corto, constituyen un importante segmento de la deuda exterior de la economía española, muchas veces olvidado en los análisis de nuestro endeudamiento exterior, cuya mera existencia puede revelarse en algún momento como un importante factor condicionante de la evolución de la balanza de pagos y de la propia política monetaria.

La posición exterior del sistema bancario español

El cuadro n.° 5 muestra el balance del total (moneda extranjera y pesetas) del sistema bancario español frente al sector exterior. Según puede observarse, a lo largo de la presente década la actividad internacional del sistema bancario español se ha expansionado a ritmo vivo —casi a una tasa anual media del 10 por 100

de crecimiento de los activos —, no obstante la onda depresiva de caracter general desatada por la crisis de la deuda internacional, que afectó sobre todo al período 1982-83. Mientras que la tasa de expansión de los activos frente al exterior del conjunto de sistemas bancarios informantes al Banco Internacional de Pagos fue del 43 por 100 en el período 1983-86 (únicos datos disponibles), la correspondiente al sistema bancario español, en igual período, fue de casi el 50 por 100.

Junto al vivo ritmo de expansión de las actividades internacionales del sistema bancario español en la presente década, una característica importante de su evolución ha sido la tendencia hacia una posición neta total (activos menos pasivos) equilibrada, en contraste con el fuerte carácter deudor de dicha posición hasta fines de 1981. Este importante cambio estructural ha ido acompañado por otro no menos destacable, concretamente, el desarrollo de una posición acreedora neta frente al sistema bancario internacional. Merece la pena señalar que, no obstante el mayor ritmo de expansión de las actividades internacionales del sistema bancario español, su importancia relativa dentro del sistema bancario internacional sigue siendo muy pequeña. Según muestra el cuadro n.° 6, los activos sobre el exterior de nuestro sistema (23.800 millones de dólares) a fines de 1986 no llegaban a representar el 1 por 100 del total de activos exteriores de los bancos informantes al Banco Internacional de Pagos.

Puede resultar de interés, a varios efectos, el análisis de la distribución por áreas geográficas de los activos y pasivos del sistema sobre el sector exterior, tal como muestra el cuadro n.° 7. Según puede observarse, es Europa, con más del 52 por 100 —y en particular la CEE, con un 44 por 100— la principal fuente de fondos exteriores de nuestro sistema bancario; un hecho que, según indica la evolución interanual de las cifras en el período más reciente, se ha intensificado de manera significativa con la entrada de España en la CEE. Cabe destacar, de otra parte, el importante peso relativo (23,4 por 100) que como suministrador de fondos tiene el área latinoamericana —muy superior incluso al de los importantes mercados estadounidense y canadiense (18 por 100)— que se revela, además, como la principal fuente de financiación de tipo no bancario de manera permanente a lo largo de los últimos años.

El sistema bancario español ha sido tradicionalmente prestamista neto de Africa, Asia y Oceanía, y, hasta 1986, del área latinoamericana. La corta serie anual muestra, sin embargo, que la importancia relativa de estas tres áreas, tomadas en conjunto, como receptoras de financiación ha descendido en más de siete puntos porcentuales, hasta reducirse al 38 por 100 del total de los activos exteriores del sistema. La pérdida de importancia relativa de estas áreas no ha ido acompañada, sin embargo, de una caída de los activos sobre las mismas en términos absolutos, que, aunque a una tasa modesta (7,5 por 100), han crecido en los dos últimos años, no obstante un importante proceso de enajenación, con fuertes descuentos, de papel por parte de varias instituciones de nuestro sistema en dicho período.

La distribución por áreas geográficas del conjunto de los activos frente al exterior no es, desde luego, un indicador adecuado de la carga de riesgo que sopor-

CUADRO N.° 6

POSICION EXTERIOR DEL SISTEMA BANCARIO INTERNACIONAL (*) Y DEL ESPAÑOL (**)

(Miles de millones de dólares)

	ACTIVOS				*PASIVOS*			
	1983	*1984*	*1985*	*1986*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Posición en todas las divisas	2.097	2.155	2.532	2.999 (Sept.)	2.028	2.114	2.495	2.947 (Sept.)
Participación española (**)								
en m.m.	15,9	17,5	20,0	23,8	19,4	21,2	20,9	25,4
en %	0,76	0,81	0,79	0,80	0,96	1,00	0,84	0,86

(*) Bancos informantes al B.I.S.
(**) Residente
Fuente: International Banking Developments, B.I.S. y Banco de España.

CUADRO N.º 7

BALANCE DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL FRENTE AL SECTOR EXTERIOR

(Distribución porcentual por áreas geográficas)

Areas Geográficas	1984		1985		1986	
	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
C.E.E.	*37,3*	*34,6*	*39,7*	*34,4*	*41,7*	*43,5*
Bancos	32,8	26,2	35,7	23,8	37,0	26,2
Otros	4,4	8,4	4,0	10,6	4,7	17,3
Otros Europa	*4,8*	*9,8*	*5,6*	*11,3*	*5,7*	*8,9*
Bancos	3,5	4,5	4,3	5,2	4,6	5,0
Otros	1,3	5,3	1,3	6,1	1,1	3,8
Africa	*8,1*	*2,4*	*8,6*	*2,9*	*7,6*	*1,7*
Bancos	1,0	1,7	0,8	1,4	0,7	0,6
Otros	7,1	0,7	7,8	1,5	6,9	1,1
Norte América	*12,7*	*23,5*	*12,3*	*20,2*	*14,7*	*18,3*
Bancos	10,1	12,0	9,0	8,9	8,9	11,1
Otros	2,6	11,5	3,3	11,3	5,8	7,2
Resto América	*29,0*	*22,6*	*26,8*	*25,4*	*23,2*	*23,4*
Bancos	10,1	4,6	9,3	4,5	7,8	4,8
Otros	18,9	18,0	17,5	20,8	15,4	18,6
Asia y Oceanía	*8,1*	*7,1*	*7,0*	*5,8*	*7,2*	*4,3*
Bancos	4,6	4,7	3,6	3,2	3,9	2,3
Otros	3,5	2,4	3,4	2,6	3,3	2,0

ta el sistema. De todas formas, habida cuenta del importante proceso de capitalización de los últimos años —desde 1982 los recursos propios del sistema se han multiplicado por 2,2 veces—, las fuertes dotaciones a fondos de saneamiento impuestas por las circulares del Banco de España, tanto sobre riesgos genéricos como sobre riesgo-país, y la caída de los activos sin cobertura específica de riesgo sobre las áreas más problemáticas, derivada de intensos procesos de desinversión y enajenación de activos, han hecho que el grado de «exposición» relativa del sistema bancario español haya descendido drásticamente. Cabe estimar que, desde el estallido de la crisis de la deuda internacional, la importancia relativa —esto es, como porcentaje de los recursos propios del sistema— de los activos problemáticos, netos de garantías específicas solventes y de provisiones, se ha reducido a su tercera parte, no superando probablemente en la actualidad la mitad de los recursos propios del sistema.

Nuevas perspectivas

La integración de España en la Comunidad Económica Europea y la necesaria adaptación de nuestra legislación a la normativa comunitaria, en particular por lo que se refiere a liberalización de los movimientos de capital, libertad de establecimiento, etc. van a configurar, de hecho están configurando ya, un marco normativo y operativo, para las actividades internacionales de nuestro sistema bancario, muy diferente al de los años pasados, con márgenes de libertad y flexibilidad mucho más amplios. Dos recientes disposiciones (14) han modificado de manera decisiva los parámetros de actuación en el campo de las operaciones en moneda extranjera, de forma que las entidades bancarias españolas podrán:

- endeudarse libremente en moneda extranjera, sin límites cuantitativos y sin restricciones a los instrumentos de deuda generados ni al grado de «transformación» que puedan efectuar;
- colocar, también libremente, con residentes y no residentes, los recursos obtenidos, sin otras limitaciones que las derivadas de la normativa general respecto a exigencia de dotaciones de recursos propios por categorías de activos;
- mantener posiciones abiertas, cortas o largas, en divisas y en pesetas, dentro de límites fijados en función de los recursos propios.

Por otra parte, la Circular número 4/1987 del Banco de Espa-

ña ha sometido al coeficiente de caja los incrementos de los pasivos bancarios en pesetas convertibles, al tiempo que la Orden de 10 de marzo de 1987 contempla la posibilidad de someter a dicho coeficiente los saldos, a diferencia de sus incrementos, de dicha naturaleza.

No es aventurado pronosticar que la liberalización de las fuentes de obtención de recursos en moneda extranjera antes señalada inducirá cambios importantes en la estructura, por instrumentos y titulares, de los pasivos, intensificando, probablemente, dos tendencias ya presentes en los años más recientes, concretamente, el crecimiento de la importancia relativa de las actividades de intermediación en los mercados bancarios internacionales y el carácter de suministrador neto de fondos de nuestro sistema bancario en tales mercados. Por esta razón, el ritmo de expansión de los recursos en moneda extranjera del sistema va a estar muy condicionado, al medio plazo al menos, por el grado de la actividad interbancaria de dichos mercados.

Las nuevas posibilidades respecto al mantenimiento de posiciones abiertas en divisas y en pesetas alterarán el balance del sistema frente al sector exterior, en función de una combinación de factores (diferenciales de los tipos de interés nacionales e internacionales, estado de las expectativas sobre el futuro del tipo de cambio de la peseta, grado relativo de liquidez de los mercados monetarios doméstico e internacionales, etc.); plantearán nuevas oportunidades, y riesgos, a las instituciones —que exigirán una atención, hasta ahora casi irrelevante, de las gerencias a este campo de actividades—, e impondrán nuevos condicionamientos a la formulación e instrumentación de la política monetaria, tanto en su vertiente interior como exterior.

El sometimiento al coeficiente de caja de los incrementos —y eventualmente de los saldos— de los pasivos en pesetas convertibles ha de tener implicaciones, siquiera sea de manera inmediata, en el proceso de financiación en pesetas de las sucursales extranjeras operantes en España, a la par que es probable que ocasione un *shock* depresivo en las operaciones de arbitraje de intereses entre el mercado nacional y el internacional. El resultado combinado de estos efectos puede ser, al corto y medio plazo, una pérdida de importancia relativa, dentro de las fuentes de financiación exterior, de los pasivos en pesetas frente a dicho sector.

No cabe duda de que el sistema bancario español, en sus actividades internacionales e incluso domésticas, va a operar crecientemente en un contexto de mayor flexibilidad y libertad, también de mayor competencia, y, consecuentemente, con un mayor grado de integración con los mercados exteriores, caracterizados, a su vez, por un intenso cambio estructural, fuerte internacionalización y renovados procesos de innovación y transformación financieras.

NOTAS

(1) «Innovation in International Banking», *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, abril, 1986.

(2) «Recent Innovation International Banking», abril 1986. Group of Ten. BIS, pág. 130.

(3) «Innovative Finance», *World Financial Markets*, septiembre 1986.

(4) «The Setting of American Loan», *Wall Street Journal*, octubre, 21, 1986.

(5) Bundesbank, artículo citado, pág. 26, y «Recent Innovation in International Banking», abril, 1986, Group of Ten. BIS.

(6) «Aspectos financieros y monetarios de la integración española en la CEE», Cap. 5, *Estudios Económicos*, número 37, Banco de España.

(7) No tiene sentido detenerse aquí a enumerar todas las transformaciones producidas en cada uno de los países. Un resumen puede encontrarse en «Aspectos financieros y monetarios de la integración española en la CEE», cap. 5.

(8) Es innecesario aburrir con largas listas de trabajos y basta con citar alguno de los más recientes: el trabajo del Grupo de los 10, antes mencionado, la conferencia de Lamfalussy (Director General del B.I.S.) en la Conferencia de Amsterdam de Supervisores (23/10/86), y los trabajos de Kauffman, *The Federal Reserve and the Changing Financial Markets*, y *Debt: The Threat to Economic and Financial Stability*, ambos publicados por Salomon Brothers.

(9) Lamfalussy, conferencia citada.

(10) Informe citado del Grupo de los 10, pág. 240.

(11) En efecto, el papel de la peseta en nuestras transacciones comerciales es creciente. En las exportaciones, en 1986, ha pasado a ocupar casi un 34 por 100 del total de cobros, superando al $, la divisa tradicionalmente más importante (en 1981, cuando se restableció la convertibilidad, su participación pasó a ser del 22 por 100, frente a un 2 por 100 en 1980). En el lado de las importaciones-pagos al exterior, la participación de la peseta es, lógicamente, menor: un 12 por 100, aunque triplicando la participación de 1981.

(12) Orden Ministerial de 23-1-1981.

(13) Circular del Banco de España 18/1985, de 5 de junio.

(14) Circulares del Banco de España 1/87 y 5/87.

EL PROCESO DE INNOVACION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

El proceso de cambio por el que atraviesan los principales mercados financieros, en un contexto de creciente flexibilización de restricciones reguladoras, tiene en la generación de nuevos productos financieros y en la alteración de los canales tradicionales de intermediación sus más claros exponentes. En este trabajo, **Emilio Ontiveros** revisa las principales tendencias orientadoras del proceso de innovación financiera, su concreción en algunos de los instrumentos o técnicas más relevantes y su contribución a la definición de un nuevo espacio financiero internacional, más integrado con los principales mercados domésticos y generador de importantes implicaciones más allá de la estructura de aquéllos.

I. INCENTIVOS AL PROCESO DE INNOVACION FINANCIERA

LA extensión e intensidad cobrada por el proceso de innovación financiera se corresponde escasamente con el grado alcanzado por su desarrollo teórico (1). La teoría económica no dispone, efectivamente, de una explicación suficientemente satisfactoria sobre las principales innovaciones: aquellas que alteran sustancialmente la asignación de recursos, el menú y los precios de los bienes y servicios disponibles, la función de las autoridades monetarias y la estructura de los mercados. El bagaje teórico disponible sí puede ofrecernos, sin embargo, la posibilidad de comprender parte del proceso innovador una vez éste se ha iniciado.

El análisis del proceso de innovación financiera suscita tres grupos de cuestiones destacadas por Zecher (1984, pág. 151). En primer lugar, las relativas a sus orígenes, posibilidad de identificación, comprensión, predicción y control de las mismas. En segundo lugar, las referidas a las señales registradas en los mercados acerca de la generación de innovaciones; en concreto, su repercusión sobre los precios relativos, tasas de rentabilidad y niveles de riesgo. Las innovaciones alteran o destruyen determinadas oportunidades rentables y crean otras nuevas. Tales cambios son transmitidos en última instancia mediante señales relativas a las relaciones precio-rendimiento-riesgo. Por último, el tercer grupo de cuestiones haría referencia a la respuesta empresarial a las reacciones del mercado derivadas de las innovaciones, fundamentalmente en términos de reducción, alteración o eliminación de líneas de negocio o de inicio o expansión de otras.

No han sido numerosas ni suficientemente elaboradas las respuestas a esos grupos de cuestiones. Un primer exponente de la debilidad relativa en que se encuentra la fundamentación teórica del proceso de innovación financiera radica, precisamente, en la dificultad para caracterizar un producto o servicio financiero como innovación. Variaciones en las características de productos preexistentes son presentadas normalmente como innovaciones, sin que comprendan, como trata de acotar Van Horne (1985), la modificación de una idea existente, bien como producto o como proceso.

El análisis económico del proceso de innovación financiera debería establecer de forma prioritaria los incentivos que determinan la emergencia de innovaciones. Asumiendo que la principal motivación de las mismas es la obtención de beneficio, ese análisis económico debería explicar cómo las alteraciones en el entorno económico estimulan la generación de oportunidades de obtención de beneficios mediante la emergencia de nuevos instrumentos y servicios financieros (2).

La viabilidad de una innovación financiera vendrá amparada en la medida en que dote de mayor eficiencia operativa a los mercados y los haga más completos. Es decir, en la medida en que reduzca el coste de intermediación financiera y sea capaz de asociar a cada contingencia existente un instrumento objeto de transacción (Van Horne, 1985, pág. 621). En consecuencia, aparecerán innovaciones financieras en respuesta a oportunidades de obtención de beneficio que, a su vez, derivan de ineficiencias en la intermediación financiera o/y del carácter incompleto de los mercados financieros.

En el contexto de ese análisis,

los cambios recientes operados en los mercados financieros han estado gobernados predominantemente por tres fuerzas: cambio tecnológico, condiciones de mercado y regulaciones, que constituyen las tres grandes categorías de restricciones derivadas del entorno impuestas sobre el proceso de toma de decisiones de las instituciones financieras. Cualquier alteración en una de esas restricciones genera en la institución financiera una reacción conducente a la reoptimización de su línea de productos, de su estructura organizativa, del proceso de producción y de la demanda de factores de esos servicios (Kane, 1983, pág. 96).

1) Las nuevas tecnologías reductoras de costes transaccionales, fundamentalmente a través de la informatización de procesos administrativos en las entidades financieras, han posibilitado la oferta rentable de nuevos servicios y alteraciones sustanciales en la fijación de precios de los mismos. Se ha estimado (Morgan Guaranty, 1986) que, en los últimos 25 años, los costes de procesamiento de datos y los de comunicaciones habrían descendido un 25 y un 15 por 100 anual, respectivamente, contribuyendo a una gestión financiera más compleja y a una intercomunicación de los principales mercados monetarios y de cambios.

La automatización progresiva del negocio bancario, además de constituir el exponente más expresivo de la tendencia al cambio en las relaciones banco-cliente, su aplicación específica a los sistemas de comunicación, ha sido igualmente un importante factor de integración de los principales mercados.

2) La alteración fundamental del sistema monetario internacional a comienzos de la pasada década, los subsiguientes incrementos en los tipos de interés y tasas de inflación son, en términos generales, los factores de base generadores de respuestas de mercado articuladas como nuevas combinaciones de características (rendimiento, precio, riesgo, vencimientos, etc.) en productos y servicios destinados, en principio, a minimizar los efectos adversos de esas variaciones en el entorno. La incertidumbre asociada al comportamiento futuro de esas variables constituye, en definitiva, uno de los principales condicionantes del ritmo y dirección de la innovación financiera.

3) La estructura reguladora de los mercados domésticos más importantes es el factor que se presenta con mayor grado de determinación del proceso de innovación financiera, considerada ésta como un «proceso defensivo» en la acepción empleada por Dufey y Giddy (1981). La síntesis más expresiva de esta relación de causalidad es la concepción de Kane (1981) del cambio financiero como resultado de una lucha continua entre fuerzas económicas y políticas opuestas. Las regulaciones son consideradas como impuestos implícitos que cualquier agente que los soporta debe evitar mediante la generación de nuevos productos y servicios financieros. Incluso los agentes no afectados directamente por una política particular es previsible que se mantengan atentos a las oportunidades de beneficio abiertas por los regulados en su búsqueda de salidas que sorteen dicha regulación. Los reguladores, por su parte, responden a las innovaciones inducidas alterando las regulaciones, con el fin de retomar el control de los agentes generadores de las mismas. En esta «dialéctica reguladora», los procesos políticos de regulación y las fuerzas económicas tendentes a evadirlos se adaptan alternativamente, aunque no de forma continua. Dadas las diferencias esenciales existentes en la capacidad para la adaptación creativa (eficiencia adaptativa) de reguladores, regulados y competidores no regulados, los *lags* derivados de la acción de los segundos tienden a ser más cortos que los *lags* reguladores.

Las anteriores consideraciones tienen un máximo exponente en la emergencia y crecimiento de los mercados financieros externos. La estructura operativa de los euromercados, fundamentalmente en su segmento de eurodólares, constituye el paradigma del tipo de respuesta que los más activos participantes en los mercados regulados pueden ofrecer para sortear tales restricciones.

El reciente proceso desregulador emprendido en los principales países (Japón, Alemania Occidental, Suiza y Gran Bretaña, especialmente), además de agudizar la integración de los mercados, tiene como consecuencia más visible la transmisión a éstos de los nuevos productos y servicios generados en esa plataforma de distribución de liquidez internacional (3).

Más recientemente, la desaparición de los excedentes de balanza de pagos de los países de la OPEP y su reemplazamiento por los menos importantes correspondientes a algunos países industrializados constituyerón otra significativa alteración del entorno global, de particular trascendencia en los mercados

internacionales (4). El registro, a partir de 1983, de crecientes déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos estadounidense y las dificultades de atención al servicio de la deuda por parte de los principales países en desarrollo deudores, contribuyeron igualmente al estímulo de nuevos instrumentos crediticios reforzados en sus atributos de liquidez y transferibilidad.

II. EL PROCESO DE INNOVACION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

La generación o mera transmisión de innovaciones en los mercados financieros internacionales presenta una serie de elementos diferenciadores respecto a la correspondiente a los mercados domésticos. El principal radica en la ausencia de regulación, o cuando menos en la presencia de un fuerte diferencial regulador frente a los mercados domésticos, determinante de una estructura más competitiva.

El proceso de distribución de liquidez que se opera a partir de 1974 es posible precisamente por la existencia de un sistema bancario, el basado en el mercado de eurodivisas, sobre el que no pesan las restricciones propias de los sistemas nacionales, fundamentalmente en términos de dotación de reservas mínimas y límites a los tipos de interés. Precisamente el crecimiento de estos euromercados, o mercados paralelos, se fundamenta en la existencia de ese incentivo, o condición de extraterritorialidad que, además de reducir la significación de barreras segmentadoras de monedas y países, posibilita que el proceso de intermediación genere rendimientos sobre capital, ajustados por riesgo, más elevados, derivados de esa ventaja en costes en que se traduce el diferencial regulador (5).

El crecimiento inicial de esos euromercados, fundamentalmente en su segmento en eurodólares, estuvo significativamente estimulado por la evasión de restricciones financieras, y especialmente de las existentes sobre el sistema bancario estadounidense. Salvando esta relación causal entre marco regulador y mercado de eurodólares, el desarrollo del proceso de innovación en los mercados financieros internacionales ha estado orientado por factores más próximos a la estructura de mercado y a las pretensiones de neutralización de riesgos inherentes a la actividad crediticia internacional.

Se ha dicho (Banque Paribas, 1986) que la actual generación de nuevos instrumentos financieros corresponde a la tercera fase de la evolución de los sistemas financieros. La primera habría estado caracterizada por las actividades de préstamos, intermediación y transformación; la segunda fase se habría centrado en las operaciones «sobre papel», como instrumentos de negociación y soporte de mercados secundarios, y, por último, la actual etapa, centrada en transacciones «desmaterializadas» en las que los factores liquidez y riesgo se mantienen desvinculados.

Como un proceso casi continuo de respuestas a modificaciones sustanciales en el entorno, la innovación en los mercados financieros internacionales ha girado sobre dos ejes fundamentales: el dominio de instrumentos crediticios directos sobre los intermediados (*floating rate notes*, mercado secundario de préstamos, NIFs, etc.) y la extensión de las posibilidades de cobertura y arbitraje (*swaps*, opciones, futuros).

1. Transferencia del riesgo de crédito

Sin ser ajenas a la pretensión global de reducción de riesgo, las consideraciones asociadas a la estructura de mercado han estado igualmente orientadas a dotar de mayor liquidez a determinados segmentos crediticios, caso del proceso global de «titularización» de los activos crediticios (*securitization*), o a responder a las exigencias en términos de reducción de costes específicos y transaccionales de los prestatarios con menor riesgo. La profunda alteración operada en los desequilibrios exteriores y en la estructura del ahorro y de la inversión internacional a partir de la desaparición de la capacidad excedentaria de los países de la OPEP habría sido el principal factor determinante del entorno en este grupo de nuevas técnicas e instrumentos, caracterizado, en su conjunto, por el desplazamiento de la actividad bancaria tradicional (6).

El dominio de las formas de crédito directo en los mercados internacionales tendrá en la «crisis de la deuda» de los países en desarrollo su punto de partida, y sus motivaciones fundamentales en la pérdida de liquidez de las carteras de activos bancarios y en el incremento de riesgo asociado a las propias entidades acreedoras. La desintermediación bancaria asociada a este proceso no va a ser, por tanto, el resultado únicamente de un

cambio de estrategia de los principales bancos internacionales, sino, igualmente, un resultado de la mejor posición relativa de algunos riesgos no bancarios. Algunos prestatarios no bancarios pasarán a disponer de una mayor y más barata capacidad de captación de fondos que muchos bancos internacionales.

La importancia relativa cobrada por las emisiones de eurobonos y, muy especialmente, por los programas de euronotas y de papel eurocomercial (representativas en su conjunto del 80 por 100 de la nueva financiación crediticia bruta), son muestras significativas del acceso directo de los prestatarios a los mercados. Los primeros sustituyendo progresivamente a los tradicionales préstamos sindicados en uno de los extremos de vencimientos, y los segundos, haciendo lo propio con el endeudamiento bancario en el mercado monetario. Las condiciones y los precios medios sobre los que giran estos instrumentos muestran, por su parte, un cambio en los niveles de apreciación de riesgos por los inversores últimos.

Con todo, el distanciamiento bancario de la asunción de riesgos de crédito no ha supuesto la reducción en el volumen de negocio de las entidades más activas, sino su desviación a mercados y actividades más heterogéneos, en los que la función mediadora se concreta en tareas de asesoramiento de inversiones, distribución de papel y, en general, en tareas progresivamente más próximas a matrices de diversificación propias de los *merchant* o *investment banks,* con menor impacto en los balances.

2. Gestión del riesgo de precio

Las innovaciones más extendidas en los mercados financieros internacionales han estado orientadas por la pretensión de redistribución de los riesgos de precio inherentes a las transacciones financieras. A diferencia de la financiación bancaria tradicional, en que todos los riesgos asociados a una transacción son indivisibles, en las nuevas formas de financiación crediticia internacional se ha potenciado la posibilidad de diferenciar tales riesgos y transferirlos individualmente a otros participantes del mercado. Tal es el caso de las opciones, contratos *forward*, futuros financieros y operaciones *swaps*, todas ellas surgidas (o extendidas en su ámbito funcional) como consecuencia de la amplia inestabilidad que ha presidido el comportamiento de las variables de precio de las operaciones crediticias.

Junto a los riesgos tradicionalmente asociados a las decisiones de inversión-financiación, los años setenta introducen una «nueva conciencia de la incertidumbre», que se manifiesta a través de la amplificación por la inflación de la volatilidad de los tipos de interés, la inversión de las curvas de rendimiento o los movimientos imprevisibles de los tipos de cambio de las principales monedas.

La alteración que se produce en la disciplina monetaria internacional a principios de la pasada década, con la consiguiente incertidumbre asociada a la práctica generalización de un sistema de tipos de cambio flotantes, constituye uno de los más importantes incentivos en la búsqueda de técnicas e instrumentos tendentes a la ampliación de las posibilidades de cobertura. Junto a la volatilidad de los tipos de cambio, la asociada a los tipos de interés estimuló igualmente la generación de instrumentos a tipos de interés flotante y la ampliación funcional de instrumentos de cobertura, arbitraje y especulación a esta variable. Los contratos *swaps* y la extensión de los mercados de futuros y de opciones a instrumentos financieros constituyen, en este aspecto de gestión del riesgo de precio, las innovaciones más representativas y de mayor arraigo en la escena financiera internacional, al tiempo que un factor integrador de los mercados.

Con todo, la funcionalidad de determinadas técnicas o instrumentos de financiación suele ir más allá de las motivaciones originarias en su proceso de adaptación a las preferencias de los agentes y a los niveles de riesgo asociados en cada momento. Así, por ejemplo, el carácter y la desigual extensión a lo largo del tiempo de las *floating rate notes*, sintetizando los dos grupos de motivaciones fundamentales señalados (concreción en títulos susceptibles de negociación en un mercado secundario y aprovechamiento del esquema de *roll over)*, originalmente asociados a los préstamos sindicados convencionales, puede muy bien servir de ilustración.

III. PRINCIPALES INNOVACIONES

Las tendencias destacadas como impulsoras del proceso de innovación se han materializado en la modificación de las características de instrumentos financieros ya existentes y, en mucha menor medida, en la emergencia de otros nuevos. La «jungla de

acrónimos» con que en ocasiones se trata superficialmente de ilustrar el potencial innovador de los mercados, responde en gran medida a intentos por forzar diferenciaciones de productos ya existentes, a costa de la acuñación poco imaginativa de nueva terminología financiera.

Lejos de pretender el establecimiento de una completa taxonomía de nuevos productos o instrumentos financieros, la revisión que aquí se realiza no tiene otro objeto que destacar aquellos cuyo desarrollo responde en mayor medida a los incentivos destacados. El tratamiento que de los mismos se hace no cubre, por tanto, las posibilidades operativas asociadas a los mismos, sino únicamente aquellos aspectos considerados más relevantes o «innovadores» desde la perspectiva de la actual estructura operativa de los mercados financieros internacionales. Concretamente, se ha tratado de destacar los instrumentos más significativos en las nuevas modalidades de captación directa de fondos, de la cobertura y transferencia de riesgos y de las posibilidades de arbitraje entre distintos mercados o segmentos de los mismos.

La tendencia paralela a la «titularización» de instrumentos y a la desintermediación de los principales segmentos de los mercados crediticios ha ido más allá de la expansión registrada en los últimos años por las emisiones de bonos en sus distintas modalidades, posibilitando el desarrollo de programas de financiación progresivamente más próximos a las emisiones de papel comercial. Los programas de «euronotas» y las emisiones de «papel eurocomercial» son los exponentes más relevantes de esa tendencia materializada en los mercados financieros internacionales.

La expansión registrada en los últimos años en los mercados de futuros, opciones y *swaps* refleja la importancia cobrada por la gestión de riesgos de precio en un entorno financiero dominado por la volatilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés. El volumen de actividad en estos instrumentos «derivados» es actualmente superior a la de los activos sobre los que se establecen (7). Así, el desarrollo alcanzado por el mercado de *swaps* en monedas es hoy considerado como uno de los elementos impulsores de la expansión de las emisiones de eurobonos en monedas distintas al dólar de Estados Unidos.

1. Euronotas, papel eurocomercial y notas a medio plazo

De la amplia gama de instrumentos y técnicas de financiación que hoy se ofrecen en el mercado internacional, no todos han sido generaciones *ex novo*. La transmisión de instrumentos entre mercados es tanto más frecuente cuanto más se extiende el proceso desregulador. Esa facilidad en la difusión, y la implícita capacidad selectiva de los mercados para adecuarlos a las exigencias de sus agentes, constituye uno de los más claros exponentes del actual proceso de integración de los mercados financieros.

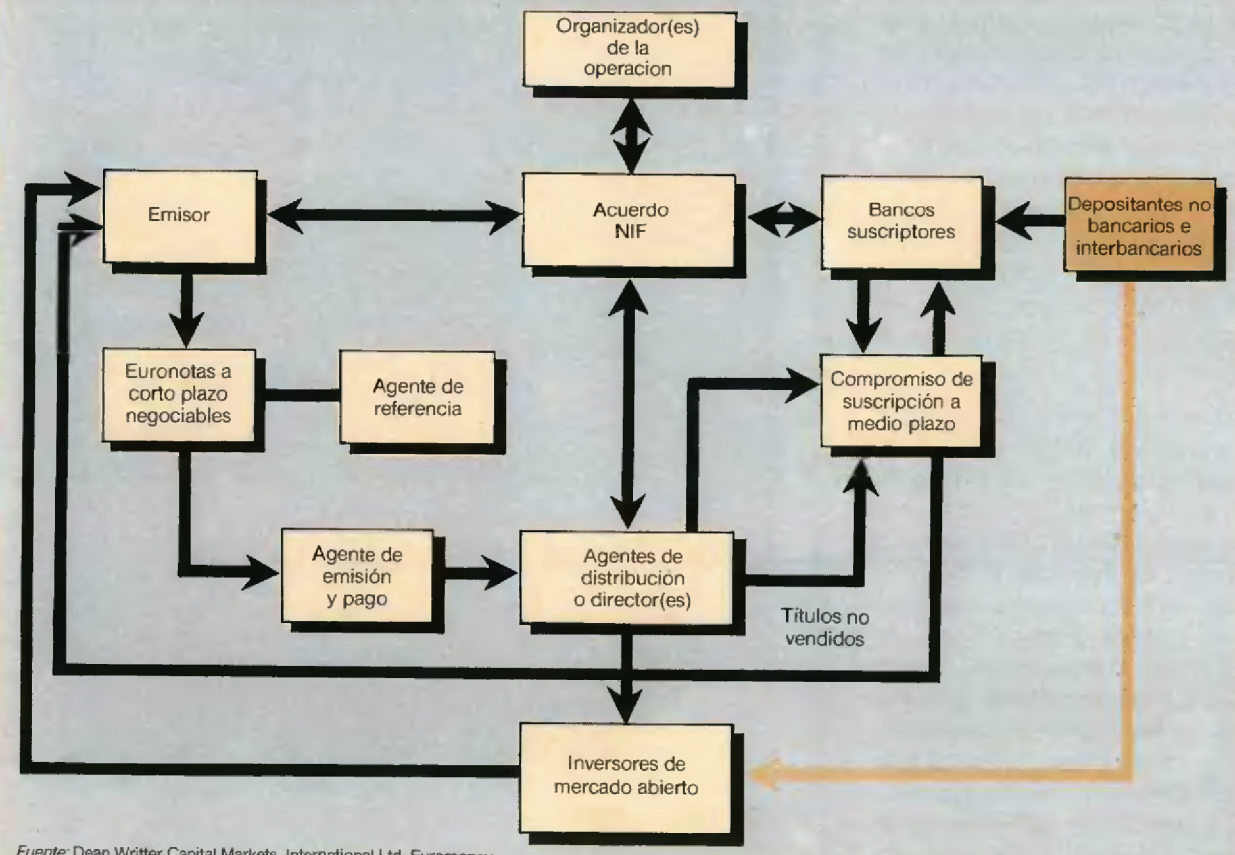
Euronotas

Tal ha sido el caso de los programas de financiación a medio plazo conocidos originariamente como *Note Issuance Facilities* (NIFs), materializados en títulos a corto plazo conocidos como *Euronotes*, modalidad trasplantada al euromercado con origen en el mercado de «papel comercial» estadounidense, convertida en el más flexible esquema de financiación y el de mayor tasa de crecimiento. Tal denominación es hoy comprensiva de todos aquellos programas de financiación cuyo principal método de captación de fondos es la emisión sucesiva de títulos a corto plazo (euronotas o certificados de depósito) amparada en un compromiso de suscripción a medio plazo por un grupo de entidades financieras.

Aunque las tentativas de introducción de estos instrumentos en el euromercado provienen de la década de los sesenta, su inicio se mantiene estrechamente vinculado al deterioro que las carteras bancarias de préstamos sindicados experimentan al principio de la presente década y al subsiguiente descenso relativo de los mismos en el conjunto de la estructura operativa del euromercado. Adicionalmente, con tales emisiones se trata de explotar la necesidad de los inversores de diversificar sus carteras a corto plazo, mayoritariamente concentradas hasta entonces en depósitos bancarios, y proporcionar un respaldo de liquidez a los emisores, mediante el aseguramiento de fondos a medio plazo. La referencia histórica manejada como punto de partida de este mercado es diciembre de 1978, y la operación pionera, la emitida por la New Zealand Shipping Corporation.

Las NIFs se presentan como compromisos de suscripción adoptados por un grupo de instituciones financieras que garantizan al emisor el acceso a un volumen de fondos durante un período preestablecido, compren-

ESQUEMA DE UNA NIF



Fuente: Dean Writter Capital Markets. International Ltd. Euromoney.

dido normalmente entre cinco y siete años. En realidad, tales facilidades crediticias suponen la «titularización» de líneas de crédito, en la medida en que la obtención de fondos a corto plazo por el prestatario está garantizada por el compromiso de los bancos participantes a hacerlo, bien directamente o colocando los títulos entre los inversores.

Los títulos adoptan la forma de pagarés al portador, «euronotas» (para emisores no bancarios) o certificados de depósito (para prestatarios bancarios), con denominaciones normalmente amplias, habitualmente 500.000 y un millón de dólares, y vencimientos a corto plazo, como máximo a un año, siendo los más frecuentes los emitidos a tres y seis meses, sobre una base *roll over*. La moneda de denominación es el dólar de EE.UU. y, en mucha menor medida, el ECU.

Sus características fundamentales combinan, por tanto, algunas específicas de los tradicionales préstamos sindicados con las de las emisiones de bonos a tipos de interés flotantes (*floating rate notes*), si bien, con aparentes ventajas sobre éstas en términos de coste y flexibilidad.

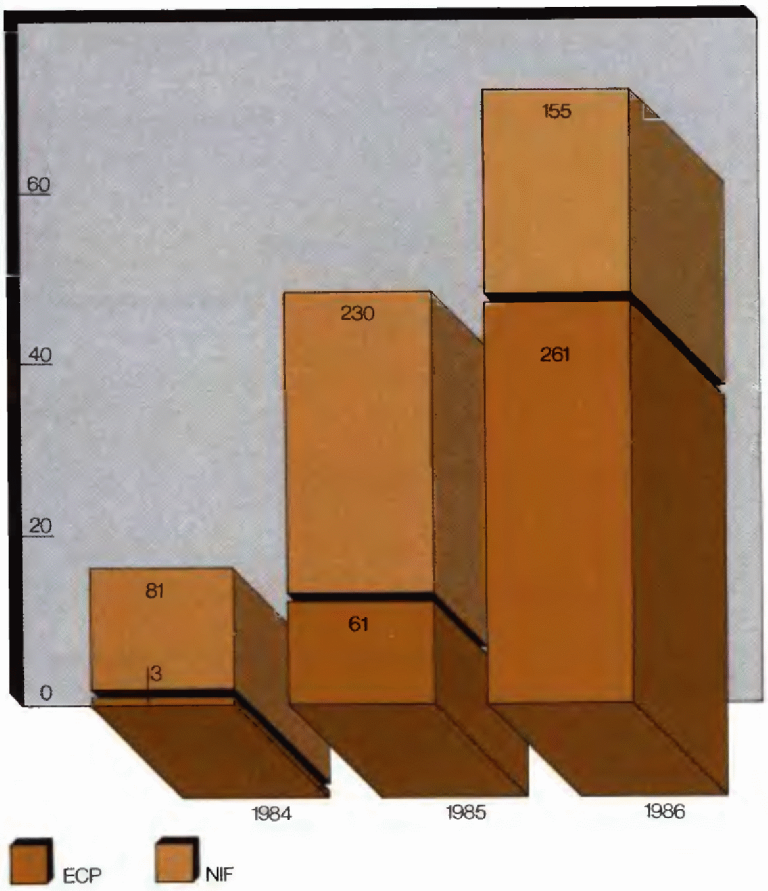
El principal elemento de contraste frente a los primeros radica en la diferenciación existente en las NIFs entre los tomadores de riesgo a medio plazo (los bancos suscriptores) y los suministradores de fondos a corto plazo (los inversores). En efecto, a diferencia de los préstamos sindicados y las FRN, las instituciones bancarias participantes en una NIF no prestan directamente, sino que arbitran un mecanismo para la colocación de los títulos entre los inversores cuan-

do los fondos son requeridos. El proceso de transformación de vencimientos que llevan a cabo los bancos del sindicato en un eurocrédito convencional, articulado como *roll over*, es aquí garantizado por el compromiso de suscripción adoptado por el agente o «panel» bancario. Con las FRNs tienen en común la asunción por los inversores finales del riesgo crediticio a corto plazo, aunque, en el caso de las NIFs, la solvencia a largo plazo queda garantizada por el grupo de bancos que adoptaron el compromiso de respaldo de la emisión.

Ese compromiso constituirá un elemento básico en estos nuevos esquemas de financiación y, más concretamente, la diferenciación temporal con la provisión de fondos. A diferencia del compromiso de suministro de fondos adoptado en los préstamos bancarios a medio plazo, en las emisiones de «euronotas» los bancos suscriben títulos a corto plazo emitidos por los prestatarios. El compromiso de los bancos se concreta en la compra de los títulos que no puedan colocarse directamente en los mercados por el emisor a los precios prefijados, o a realizar anticipos de fondos por las sumas requeridas. Ello independientemente de la función como colocador y distribuidor principal del papel adoptado por algunos bancos en algunos de estos programas (gráfico 1).

La materialización de ese compromiso en el suministro de fondos a vencimientos equivalentes a los de los pagarés implica la posibilidad para el prestatario de refinanciación al término del vencimiento, si no ha decidido su amortización; de forma similar al mecanismo *roll over* implícito en los préstamos sindicados, los bancos suscriptores volverán a suministrar por otro período la financiación requerida si no ha sido posible obtenerla de la colocación del papel entre los inversores.

GRAFICO 1
EMISIONES FIRMADAS DE EURONOTAS Y DE EURO-CP (m.m. $)



Fuente: Euromoney.

Estructuras de distribución

La flexibilidad en las modalidades de distribución constituye uno de los factores más característicos del proceso de crecimiento experimentado por este tipo de operaciones en los dos últimos años. La asociación existente entre tales modalidades de colocación, coste efectivo para el emisor y riesgo asumido por los suscriptores ha estimulado la casi continua búsqueda de soluciones tendentes a ampliar la demanda y el espectro de inversores en las mismas, es decir, a minimizar las posibilidades de requerir a los bancos aseguradores la aportación efectiva de fondos. El grado de identificación existente entre las figuras de los bancos suscriptores de la operación y los distribuidores de los títulos entre los inver-

sores, constituye el principal factor diferenciador de las modalidades existentes (8).

El esquema de distribución empleado preferentemente en las primeras emisiones de euronotas, hoy prácticamente desplazado, fue el denominado *Multiple Placing Agency* (MPA), que otorgaba a cada suscriptor, desde el comienzo de cada período de oferta, el derecho automático a reclamar su participación proporcional en los títulos correspondientes a cada tramo. De esta forma, cada suscriptor conoce con certeza la adjudicación de títulos y, por tanto, las ofertas que puede realizar a inversores, participando igualmente en los beneficios de tal distribución. La principal objeción a un esquema tal, y la causa de su desplazamiento, ha radicado precisamente en ese reparto automático de los títulos a colocar, que, además de resultar escasamente competitivo, no considera la frecuente desigualdad existente en las capacidades de distribución y de suscripción de las entidades participantes en la operación.

El segundo de los métodos de distribución se basa en la existencia de un único agente de distribución del papel —*Sole Placing Agency*—, asociado a un acrónimo específico: RUF (*Revolving Underwriting Facility*) (9).

La concepción más extendida actualmente identifica al RUF como la modalidad en que las funciones de suscripción y las de distribución de los títulos son realizadas por entidades financieras distintas. Un solo banco, el *Lead Manager*, mantiene la responsabilidad exclusiva de la colocación y de la distribución de «euronotas». El banco actúa como único agente de colocación, mientras que el resto de los bancos actúan como meros participantes en las líneas crediticias de respaldo, sin participar en la venta de los títulos emitidos y en los beneficios asociados, aceptando los títulos que no hayan sido colocados o concediendo préstamos por sumas equivalentes (10).

En este esquema, los títulos son emitidos a un coste fijo y predeterminado para el emisor, percibiendo el «agente único» la diferencia entre el precio al que compró los títulos al emisor y al que los coloca entre los inversores finales. Consecuentemente, una de las más señaladas desventajas de este tipo de estructuras de distribución radica en la no transmisión al emisor de los posibles beneficios derivados de la capacidad de colocación del papel por el agente.

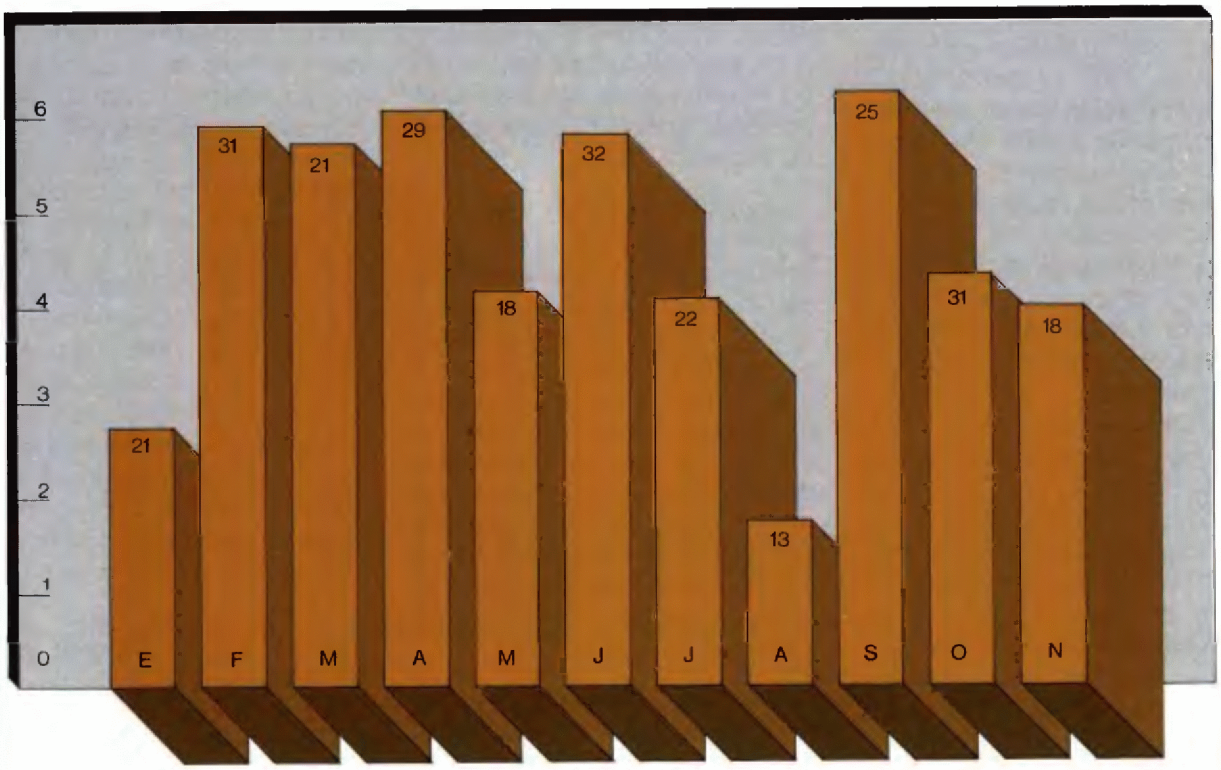
Con todo, las principales objeciones a esta forma de distribución han derivado de la imposibilidad de los bancos suscriptores de participar como vendedores de los títulos emitidos, suscitando serias renuncias a participar en este tipo de operaciones por parte de entidades deseosas de aprovechar igualmente su capacidad de distribución. Precisamente, las limitaciones de este esquema de distribución se pusieron de manifiesto con ocasión del lanzamiento por el Reino de España de una operación concebida según esta modalidad a mediados de 1984. Las dificultades en la sindicación de la misma obligaron a reestructurar sus condiciones, con el fin de estimular la incorporación de entidades suscriptoras, ampliando el acceso de éstas a los títulos (11).

Como respuesta a esa situación de «monopolio en la distribución» (Ross, 1986, pág. 349), surgen las modalidades hoy claramente mayoritarias que, teniendo una estructura de apoyo crediticio similar a los títulos, sean emitidas de forma más competitiva; tal es el caso de las articuladas en *tender panels* (*standard tender panel*, y *continuous tender panel*), susceptibles de incluir en el *tender panel* a todas las entidades financieras que participan en el grupo de suscripción con líneas crediticias de respaldo, conservando cada una de ellas individualmente el derecho a responder, mediante el procedimiento de licitación, a las ofertas lanzadas por el emisor hasta el «diferencial máximo» predeterminado, sobre una base de igualdad, al menos teórica, con el resto de los bancos.

El método *Standard Tender Panel* (STP) trató de reducir esa situación de exclusividad e introducir, al mismo tiempo, la posibilidad para el emisor de obtener márgenes inferiores al «diferencial máximo». La adjudicación de títulos se realiza a aquellos agentes de colocación con la mejor oferta presentada en términos de diferencial para el emisor. Con un esquema tal, la configuración de un grupo aceptable de suscriptores se presenta relativamente más fácil, en la medida en que al ingreso vía diferencial (normalmente reducido) añade los derivados de la distribución de los títulos.

Otro método, basado igualmente en la licitación de los suscriptores, es el denominado *Continuous Tender Panel* (CTP), considerado como una vía intermedia entre la colocación por agente único y el STP. En este esquema el *lead manager*, o agente principal de la operación, acuerda con el emisor el precio

GRAFICO 2
VOLUMEN DE EURO-CPs, 1986
(m.m. $)



En las barras, número de emisiones.
Fuente: Euromoney.

de emisión, *Strike Offered Yield* (SOY), al que los bancos suscriptores pueden realizar sus licitaciones. El banco agente es el responsable último de la distribución de los títulos.

Para cada uno de los tramos de la operación este agente formará un grupo de licitación que actuará en sesión ininterrumpida hasta que el tramo haya sido completamente suscrito. La venta de los títulos correspondientes por el agente podrá realizarse directamente a los miembros del grupo al tipo de referencia (SOY). El papel no vendido se colocará entre los suscriptores mediante asignaciones proporcionales a los compromisos. El precio de emisión SOY podrá variar durante el período de subasta y los suscriptores podrán incrementar sus asignaciones iniciales en función de que los precios que oferten sean distintos al SOY.

Una modalidad del anterior esquema lo constituye el sistema de distribución conocido como *Issuer Set Margin* (ISM), en el que el emisor fija el diferencial de los títulos, normalmente en relación al LIBOR, al que los suscriptores del programa pueden optar para adquirir determinado número de títulos proporcionalmente a sus compromisos. Los títulos son reasignados por el agente de la operación a un tipo superior o igual al diferencial máximo.

Una variación instrumental de las anteriores modalidades la constituye la *Multi-Option Facility* (MOF), no definida tanto por la técnica de colocación o distribución como por sus componentes múltiples de financiación. Por la misma se permite al prestatario tener acceso a diferentes mercados y monedas a través de varios programas de financiación vinculados. Los ban-

cos suscriptores se comprometen a apoyar no sólo la emisión de euronotas, como objetivo prioritario, sino igualmente otros instrumentos a corto plazo en varias monedas predeterminadas.

En esa misma línea de flexibilidad instrumental se inscriben los programas denominados *Global Note Facility*, también denominados BONUS (*Borrowers Option for Notes and Underwritten Standby*), que incorporan el compromiso de suscripción a medio plazo por los bancos tanto como respaldo a una emisión de papel comercial estadounidense como a una de euronotas. La financiación de transición desde el mercado de papel comercial de EE. UU. al de euronotas, en los casos de no renovación del primero, se hace a través de una línea de crédito *Swingline*, disponible habitualmente por un período máximo de siete días, a un margen sobre el *prime rate*.

Estructura de costes

Dentro de la relativa flexibilidad que este tipo de operaciones presenta, adecuándose a los requerimientos del emisor y a la capacidad de sindicación en los correspondientes compromisos de suscripción, la estructura de costes de una emisión de euronotas tiene para el emisor tres componentes básicos: diferencial o margen sobre el tipo de referencia, normalmente el interbancario de Londres de oferta o de demanda (LIBOR o LIBID) (12), comisión de suscripción y comisión de dirección y participación. Una de las consecuencias más significativas de la importancia cobrada por este tipo de instrumentos, en el conjunto de la financiación crediticia internacional, ha sido la pérdida de significación del tipo LIBOR como índice sobre el que fijar el precio de las transacciones bancarias internacionales. La creciente concertación de programas con diferenciales por debajo de esa tasa y la fluctuación de la misma sin correspondencia alguna con el grado de solvencia del prestatario son argumentos empleados por la «Euronote Association» (Montagnon, 1986) para la búsqueda de un tipo de referencia o índice específico para los programas de euronotas y de papel comercial respaldados por el Banco de Inglaterra.

La magnitud de los componentes anteriores va a depender, en general, del riesgo específico del prestatario y de las condiciones del mercado y, específicamente, de las expectativas de uso de la facilidad crediticia supletoria o de respaldo. Así, una reducida comisión de suscripción podrá concertarse a costa de un mayor diferencial.

En términos comparativos, independientemente de la mayor flexibilidad de sumas y vencimientos y la diversificación de base de inversores, el coste efectivo de una emisión de euronotas resulta inferior generalmente al de los convencionales préstamos sindicados y al de las emisiones de *floating rate notes*. La fijación de precios es igualmente más sensible a las variaciones en el nivel de riesgo o calidad del prestatario.

Papel eurocomercial

El proceso de expansión de las anteriores emisiones y su relativo asentamiento en la estructura operativa del euromercado ha quedado reflejado en varios indicadores: la diversidad y mejora de la calidad crediticia de los prestatarios con acceso a los mismos, el descenso apreciable en los tipos de interés efectivos de las emisiones, el incremento en la diversidad de estructuras de emisión y, especialmente, la emergencia de emisiones sin compromiso de suscripción.

La fase más reciente en la evolución de estas operaciones ha estado caracterizada por la separación, total o parcial, de los dos principales elementos de aquéllas: el respaldo o garantía crediticios y la distribución del papel. Los programas en los que no existe ese compromiso o crédito *standby* y los títulos son colocados sobre la base de los mejores esfuerzos de uno o más agentes *(dealers)*, son denominados *Eurocommercial Paper* (ECP).

A diferencia de los programas NIF, en los de ECP existe una mayor versatilidad de vencimientos y en la liquidación (o compensación) de las transacciones, más próximas, en definitiva, a las preferencias de los inversores. La exigencia de mayor calidad de los prestatarios con acceso al mercado de ECP que a las emisiones con compromiso de suscripción es, pues, una consecuencia del mayor grado de desintermediación bancaria asociado a las emisiones de papel comercial.

Aunque es progresivamente convergente con el mercado de *Commercial Paper* estadounidense, el de ECP presenta una serie de diferencias hoy significativas, aparte de las referidas a la dimensión relativa de ambos mercados (el mercado americano supone aproximadamente el 20 por 100 de la deuda total del sector privado). El primero tiene sus orígenes en un mercado in-

terempresarial de deuda a corto plazo no asegurada, en el que las instituciones financieras, a diferencia de lo que ocurre con el ECP, se ven implicadas únicamente en una última etapa. La propia legislación norteamericana (Glass Steagall Act) impide a los bancos comerciales desempeñar un papel de formación del mercado en su fase de desarrollo, mientras que en el de ECP diversos tipos de instituciones financieras han estado implicadas activamente desde los inicios, detentando una proporción importante del papel emitido, ya sea como consecuencia de una distribución insuficiente o, en el caso de algunos bancos pequeños y medianos, por la ausencia de mejores alternativas de mantenimiento de un determinado nivel de apalancamiento en sus balances.

Los vencimientos de las emisiones y las condiciones de acceso a ambos mercados también difieren; los plazos más frecuentes de las emisiones en el mercado americano están comprendidos entre 25 y 45 días, frente a los tres y seis meses correspondientes al ECP. En el mercado americano únicamente los «mejores nombres», tras el correspondiente *rating*, pueden lanzar emisiones, mientras que los programas de ECP raramente van acompañados de una clasificación de riesgo reconocida. En consecuencia, los programas de ECP son menos exigentes en términos de documentación que su precedente americano. Por lo que se refiere a la participación bancaria, el mercado americano se encuentra prácticamente dominado por un reducido número de grandes bancos de inversión, frente a una amplia participación bancaria (casi 80 entidades) en el mercado de ECP, aunque en claro proceso de concentración, no únicamente entre bancos de inversión.

Euro-MTNs

Conservando gran parte de las características del papel comercial, pero con un perfil de vencimientos más flexible y dilatado, han iniciado su extensión en el euromercado, a comienzos de 1986, los programas de *Medium - Term - Notes* (MTNs), igualmente originarios del mercado estadounidense, de empleo creciente como medio de neutralización de la incertidumbre asociada al comportamiento de los tipos de interés y de compensación de flujos financieros de distinto signo.

Un programa de notas a medio plazo es un vehículo financiero que permite la emisión de pagarés, asegurados o no, sobre una base continua. Las MTNs son ofrecidas normalmente en pequeñas sumas, alrededor de un rango establecido de vencimientos —entre nueve meses y diez años—, con el final normalmente a opción del inversor.

Con excepción de los vencimientos, su configuración, por tanto, es bastante similar a los programas de papel eurocomercial, pero son las emisiones de eurobonos las que pueden acusar un mayor desplazamiento como consecuencia de la extensión en el euromercado de estos instrumentos. La distribución del papel entre los inversores se realiza por *dealers* sobre la base de sus «mejores esfuerzos». Este último aspecto marca una de las más destacables diferencias respecto a las emisiones de eurobonos, en las que el sindicato de bancos suscriptores se ve obligado a mantener el papel si no consigue compradores para el mismo.

Como contrapartida, los prestatarios disponen de mayor flexibilidad tanto en el perfil de vencimientos de las emisiones como en las cuantías de éstas, ajustando el programa de papel a las necesidades financieras y a la generación de flujos de tesorería de la inversión financiada, y obviando costes complementarios al tipo de interés, propios de las emisiones de eurobonos.

Las condiciones de emisión de estos programas mantienen, en el mercado norteamericano, un alto grado de estandarización, a excepción de las fechas de pago de los intereses fijos. Tales pagos están sujetos a un ciclo que es independiente de las fechas de emisión y vencimiento; es decir, el interés se devenga desde la fecha de emisión, pero es pagadero sobre la base de un ciclo semestral predeterminado y al vencimiento (13).

La condición para que en un futuro próximo estos programas alcancen un nivel de expansión equivalente a los programas a corto plazo radica en la garantía de liquidez suficiente en el correspondiente mercado secundario, aspecto éste de mayor importancia para los inversores en la estructura operativa del euromercado que en la correspondiente al mercado americano.

Con el fin de garantizar ese nivel mínimo de liquidez, se ha introducido recientemente una modificación en el esquema básico de estas operaciones, mediante la cual los nuevos programas (*Multi - Tranche Tap - Notes,* MTTNs) habrán de incorporar una emisión inicial mínima de 60 millones de dólares antes de iniciar la distribución de pequeñas sumas. De esta forma se

pretende asegurar un mercado secundario mínimamente activo, amparado adicionalmente en el mantenimiento por el director de la operación de un precio de oferta y otro de demanda para los títulos.

2. *Swaps* de divisas y de tipos de interés

Las distintas modalidades de contratos *swaps* —sobre tipos de interés, divisas o activos— han constituido uno de los más destacados exponentes del proceso de innovación en los mercados internacionales, tanto por la versatilidad y flexibilidad operativa de estos instrumentos como por el crecimiento experimentado en el volumen de contratación. Limitaremos aquí el comentario a los correspondientes a divisas y tipos de interés, más estrictamente ligados a la gestión financiera y, en definitiva, a la explotación de las posibilidades de arbitraje entre los principales mercados.

La extensión de las operaciones de intercambio de tipos de interés o monedas, conocidas como *swaps* (14), representan una de las principales respuestas que la gestión del riesgo de cambio y de tipos de interés ha proporcionado en los últimos años y uno de los factores más claramente impulsores del proceso de globalización de los mercados.

El *swap de tipos de interés* consiste en el intercambio de activos o instrumentos de deuda con tipos de interés fijos por equivalentes a tipos de interés flotante, o viceversa. El *swap de divisas* consiste en el intercambio de instrumentos de deuda o activos denominados en una moneda por los equivalentes denominados en otra distinta. Ambos tipos de operaciones pueden asociarse en un sólo *swap*, implicando el intercambio de la naturaleza de los tipos de interés y las monedas.

Las funciones económicas que una operación como las descritas puede desempeñar se resumen en la cobertura de los riesgos de precio y en el arbitraje entre diversos mercados y, en definitiva, en la explotación de las imperfecciones de los mercados.

La motivación común a ambos tipos de operaciones es, por tanto, optimizar las ventajas asociadas a una mejor y/o mayor capacidad de endeudamiento relativo en determinados mercados o segmentos de esos mercados y las consiguientes posibilidades de gestión diferenciada de los riesgos asociados a las bases de tipos de interés y de denominación monetaria.

Independientemente de la motivación inicial de cobertura del riesgo de cambio o de tipos de interés, los *swaps* permiten el acceso a diferentes mercados financieros de difícil o imposible acceso para determinados prestatarios. Es en este sentido en el que el desarrollo de los *swaps*, de una u otra modalidad, constituye un importante factor de integración de los mercados en instrumentos y monedas distintas. Las posibilidades que este tipo de operaciones, y sus variaciones, deparan sobre la configuración de la estructura financiera y de la cartera de activos, en función de las condiciones de los mercados, contribuyen a incrementar la eficiencia del proceso de intermediación financiera, tanto más evidente cuanto mayores son los ahorros en costes derivados de las mismas.

El exponente más significativo del crecimiento experimentado por este tipo de operaciones se localiza en el mercado de eurobonos, en el que se estima en más del 80 por 100 las operaciones sujetas a alguna fórmula de intercambio prevista en los *swaps*. Aunque los registros estadísticos para estas transacciones no disponen de grados de homogeneización y fiabilidad equivalente a los de otras operaciones, se ha estimado igualmente en más de 200.000 millones de dólares anuales la cifra de principal sujeto a estas operaciones. El número de participantes como «usuarios finales» de las operaciones, el de entidades financieras intermediarias y la creciente atención de las autoridades monetarias a estas transacciones ha sido igualmente creciente.

La entrada en este mercado de instituciones públicas y agencias gubernamentales de los principales países ha contribuido significativamente a su extensión. Así, la concentración de *swaps* es hoy un elemento central en la estrategia de financiación de instituciones como el Banco Mundial, mediante la extensión de su base de captación de fondos y de las posibilidades de configurar una diversificación adecuada de monedas de denominación al más bajo coste posible.

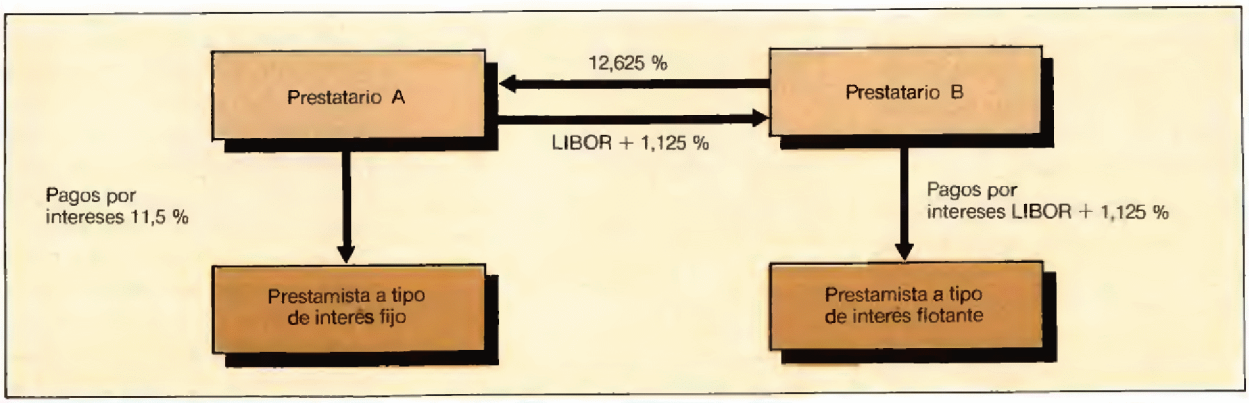
Swaps de tipos de interés

En una típica operación *swap* de tipo de interés (*coupon swap*), una de las partes emite deuda a tipo de interés fijo al tiempo que la otra emite deuda a tipo de interés flotante, intercambiándose ambas partes sus obligaciones de pago de interés. Igualmente, el *swap* de tipo de

CUADRO N.° 1

SWAP DE INTERESES

	Prestatario A	*Prestatario B*	*Ventaja Comparativa*
Rating crediticio	AAA	BBB	
Sumas requeridas	200	200	
Vencimientos	10 años	10 años	
Coste de los fondos			
A tipo fijo	11,5%	13%	1,5%
A tipo flotante	LIBOR a 6 meses +0,375%	LIBOR a 6 meses +1,125%	0,750%
COSTE DIRECTO DE LOS FONDOS			
Fondos a tipo de interés fijo captados directamente por el prestatario A	11,5		
Fondos a tipo flotante captados directamente por el prestatario B		LIBOR + 1,125	
PAGOS POR EL *SWAP*			
Del prestatario A al prestatario B, los derivados de la corriente de intereses a tipo flotante	LIBOR + 1,125	(LIBOR + 1,125)	
Del prestatario B al prestatario A, los derivados de la corriente de intereses a tipo fijo	(12,625)	12,625	
Coste neto de los fondos obtenidos	LIBOR	12,625%	
Coste alternativo	LIBOR + 0,375	13%	
Ahorro de costes	0,375%	0,375%	



interés puede implicar el intercambio de pagos de interés derivado de instrumentos con un tipo flotante determinado por los correspondientes a otro tipo flotante diferente (*Basis Rate Swap*).

Este tipo de operaciones con tipos de interés son las más importantes en términos de volumen transaccional de los *swaps* realizados. Su motivación fundamental es el ahorro de costes a obtener por cada una de las partes, derivados de la distinta evaluación crediticia de cada uno de los prestatarios. En la medida en que los inversores en instrumentos a tipos de interés fijos son más sensibles a la calidad crediticia que los correspondientes a tipos de interés flotantes, los emisores de instrumentos a tipos fijos soportarán, por lo general, una prima no existente en los mercados (especialmente con prestamistas bancarios) a tipos de interés variable. La explotación de esa disparidad en las condiciones aplicables sobre sumas iguales de principal es la razón última del *swap* de tipos de interés.

En el cuadro n° 1 se refleja la estructura más simple de una operación de este tipo. Una de las partes, la empresa o prestatario B ha captado financiación a tipo flotante (bien porque lo ha hecho en condiciones diferen-

ciales favorables o porque no ha tenido acceso a otro mercado), pero desea mantener un flujo cierto de pagos por interés. La empresa A, de mejor calidad crediticia, habiéndose endeudado a tipo fijo, prefiere asumir la variabilidad de los pagos por intereses. Dada la diversidad existente en las condiciones aplicables en ambos segmentos y prestatarios, podría articularse un *swap* de tipos de interés si el exceso de coste por tipos de interés que el primer prestatario ha de soportar en su acceso a instrumentos a tipos fijos, sobre el tipo aplicable al segundo prestatario, es superior a la diferencia entre el tipo que el primero pagaría por fondos a tipo flotante sobre el aplicable al prestatario de mejor *rating* por la captación de los mismos fondos. El *swap* arbitraría sobre tal disparidad mediante la explotación por cada una de las partes de la ventaja en costes relativos en cada segmento. Ambos realizarán pagos periódicos a la otra parte únicamente por importes iguales (o determinados sobre la misma base) al coste por intereses de la otra parte, pero no en concepto de principal. El principal es aplicable únicamente para el cálculo de los intereses que han de intercambiarse, no existiendo en ningún momento traslación física alguna del mismo entre las partes. Por tanto, los prestamistas respectivos no desempeñan función alguna en este tipo de operaciones, en su forma más común, desconociendo incluso que sus deudores han entrado en un intercambio tal de pagos por interés.

En el caso mostrado, el prestatario con mejor *rating*, A, compensa en su totalidad los pagos a tipo flotante que ha de realizar el prestatario B, recibiendo a cambio una prima sobre el tipo de interés fijo al que se endeuda originalmente (11 por 100) que, en total (12,625 por 100), se mantiene por debajo del tipo al que el prestatario B podría tener capacidad de endeudamiento en este mercado. Si el prestatario A fuese una entidad bancaria, además de la ventaja en costes obtendría la derivada de un mejor perfil temporal en la estructura de su pasivo, respecto a la captación de financiación por importe equivalente en el mercado interbancario. El prestatario B, por su parte, habrá reducido su exposición al riesgo de tipos de interés.

Esa transferencia a la financiación a tipos de interés variables de las ventajas en coste asociadas a la financiación a tipos de interés fijo ha llegado a motivar emisiones de eurobonos con el fin único de obtener los beneficios derivados del *swap*, alcanzando frecuentemente niveles de tipos de interés efectivos inferiores al LIBOR. La extensión de los *swaps* de tipos de interés a las operaciones de «papel comercial» como base de tipos flotantes ha contribuido a incrementar la flexibilidad y ventajas en coste de esos intercambios (15).

Con las cautelas propias derivadas de los problemas existentes en el registro estadístico de este tipo de operaciones (agregación de los valores nacionales de los principales, aun cuando en un *swap* de tipo de interés no hay intercambio de principales, doble contabilización de las operaciones interbancarias previas a

CUADRO N.º 2

ACTIVIDAD EN *SWAPS* DE TIPOS DE INTERES

(Contravalor en miles de millones de dólares de valor nocional pendiente al final del período)

	Dealer-Usuario final	*Dealer-Dealer*	*Total (a)*
Junio 1985	92	18	100
Septiembre 1985	111	23	134
Diciembre 1985	142	28	170
Marzo 1986 (b)	173	35	208
Junio 1986 (b)	212	44	256
Septiembre 1986 (b)	249	57	306

(a) Adicionalmente a estas cifras, los *dealers* actúan como *brokers* en operaciones estimadas en 1.000 a 2.000 millones de dólares trimestrales. Las cifras excluyen los contratos *swaps* no realizados por *dealers* no pertenecientes a la ISDA o por los que no responden al cuestionario (en el tercer trimestre de 1986, 27 de un total de 60).

(b) Las cifras correspondientes a 1986 han sido estimadas añadiendo nuevos contratos a los pendientes a final de 1985 y probablemente sobreestima el crecimiento. Adicionalmente, parte del aparente crecimiento en 1986 se debe a un aumento en el número de respuestas al cuestionario.

Fuente: International Swap Dealers's Association (ISDA), octubre 1986.

los usuarios finales, etc.) en el cuadro n.º 2 se recoge el volumen, en miles de millones de dólares, de los contratos vivos a las fechas de referencia. La importante proporción de operaciones realizadas entre mediadores y usuarios finales puede ser un indicador del grado de madurez alcanzado por el mercado.

Variaciones en el esquema básico

Otro exponente característico del desarrollo de este mercado es la variedad de operaciones que suponen la modificación de la estructura básica antes descrita. Tal es el caso de los ya comentados *swaps* en los que ambas partes intercambian corrientes de interés a tipos flotantes. Mediante el empleo de estos *floating-for-floating swaps* se trata de obtener ventajas de las diferencias existentes entre distintos mercados o instrumentos a tipo de interés flotante, o garantizar el cumplimiento de obligaciones a tipos variables asumidas en otras operaciones *swaps* de tipos de interés. Dentro de esta estructura, puede diferenciarse entre *swaps* que utilizan distinta base de referencia para el cálculo de los intereses, *basis swaps*, y los que, teniendo la misma base de cálculo, difieren en los períodos de devengo y pago de los intereses.

Una modalidad distinta, el *cross-currency interest-rate swap*, supone el intercambio de instrumentos a tipo de interés flotante denominados en una moneda por instrumentos equivalentes a tipo de interés fijo denominados en otra moneda.

Otra variación del esquema básico la constituyen los *Zero-Coupon swaps*. A diferencia de los *swaps* típicos, en los que cada una de las partes realiza pagos periódicos a la otra, en un *swap* de este tipo la corriente de pagos a tipos de interés flotante se realiza periódicamente a lo largo de la vida del *swap*, pero, a cambio, sólo se realiza un único pago por tipos de interés fijos, al término de la operación, en lógica correspondencia con el tipo de obligación que subyace a este tipo de *swap*, los bonos de cupón cero (16). Ese pago único habrá de ser, lógicamente, igual a la diferencia entre el precio de emisión y el valor de redención de los bonos a su vencimiento.

Modalidades adicionales pueden venir determinadas por alteraciones en la vida de los *swaps*: opciones a cancelar el *swap* antes de la fecha de vencimiento fijada, (*callable* o *putable swaps*), a extender la vida del mismo más allá del vencimiento acordado (*extendable swaps*), o a fijar el momento de fijación de los tipos sobre los que girarán los pagos de interés (*forward swaps*).

Swaps de divisas

De menor importancia relativa actualmente, las posibilidades que ofrecen los *swaps* de divisas son, sin embargo, más amplias y flexibles, dependientes, en suma, de la capacidad creativa de los participantes.

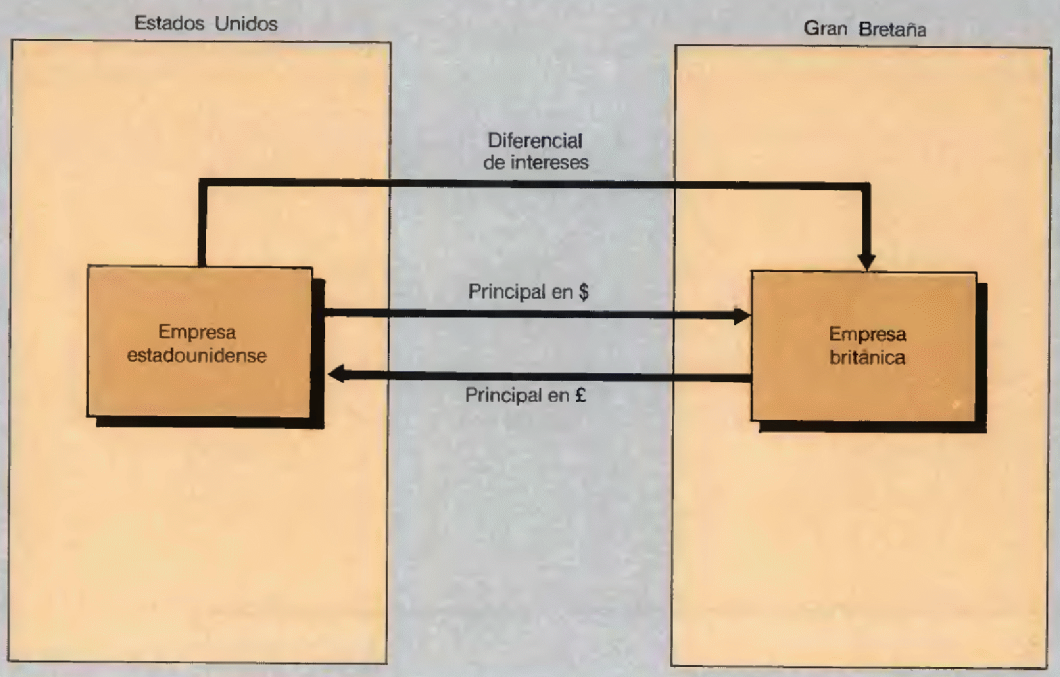
Mediante este tipo de operaciones, una determinada empresa o institución explota la posibilidad de un más amplio o fácil acceso a una determinada moneda para ponerla a disposición de la otra parte a cambio de la moneda en la que la segunda parte dispone de ventaja comparativa. El fundamento último de estas operaciones, surgidas en la pasada década, es superar las restricciones reguladoras existentes sobre algunas divisas no completamente convertibles y proporcionar posibilidades de cobertura del riesgo de cambio a medio y largo plazo en las principales monedas en las que únicamente estaban disponibles instrumentos a corto plazo. La volatilidad en los tipos de cambio de las principales monedas contribuyó al rápido crecimiento experimentado a partir de comienzos de los ochenta.

Desde la emergencia de los *préstamos paralelos*, impulsados por el mantenimiento de controles de cambio en Gran Bretaña hasta su desaparición en 1979, los *swaps* de divisas han experimentado sucesivas adaptaciones en su estructura básica y posibilidades, hasta configurarse simultáneamente como una técnica de captación de fondos y como una herramienta de gestión del riesgo de cambio.

En general, todo *swap* de divisas se articula básicamente en las siguientes fases: intercambio inicial del principal, intercambio de los pagos en concepto de interés y reintercambio de las sumas de principal.

El intercambio de las sumas de principal, a un tipo de cambio acordado (normalmente basado en el vigente en el mercado de contado, pero con posibilidad de establecer, previamente a la fecha de comienzo del *swap*, un tipo a plazo) podría realizarse sobre una base «nocional», sin transferencia física de las sumas de principal, o constituir un intercambio «físico». Una u otra modalidad es únicamente relevante a efectos del establecimiento de las sumas sobre las que gira el cálculo de los pagos por interés y para el

GRAFICO 3
STRAIGHT CURRENCY SWAP



reintercambio de las sumas de principal sujetas al *swap*.

Establecidos los montantes de principal, las partes intercambian la corriente de pagos por intereses basados en las sumas de principal pendiente a los tipos de interés acordados al inicio de la operación. A la fecha del vencimiento las partes devuelven los principales establecidos al comienzo.

En su forma más simple, *straight currency swaps*, aunque una de las más recientes, el intercambio de dos monedas se realiza al tipo de cambio vigente en el momento de iniciarse la operación con el acuerdo de que la operación contraria, al vencimiento fijado, se realizará al mismo tipo de cambio. Una de las partes pagará a la otra los intereses acordados normalmente sobre la base de la paridad de los tipos de interés. Esto es, la parte que recibe la moneda con mayor tipo de interés pagará el diferencial a la otra parte.

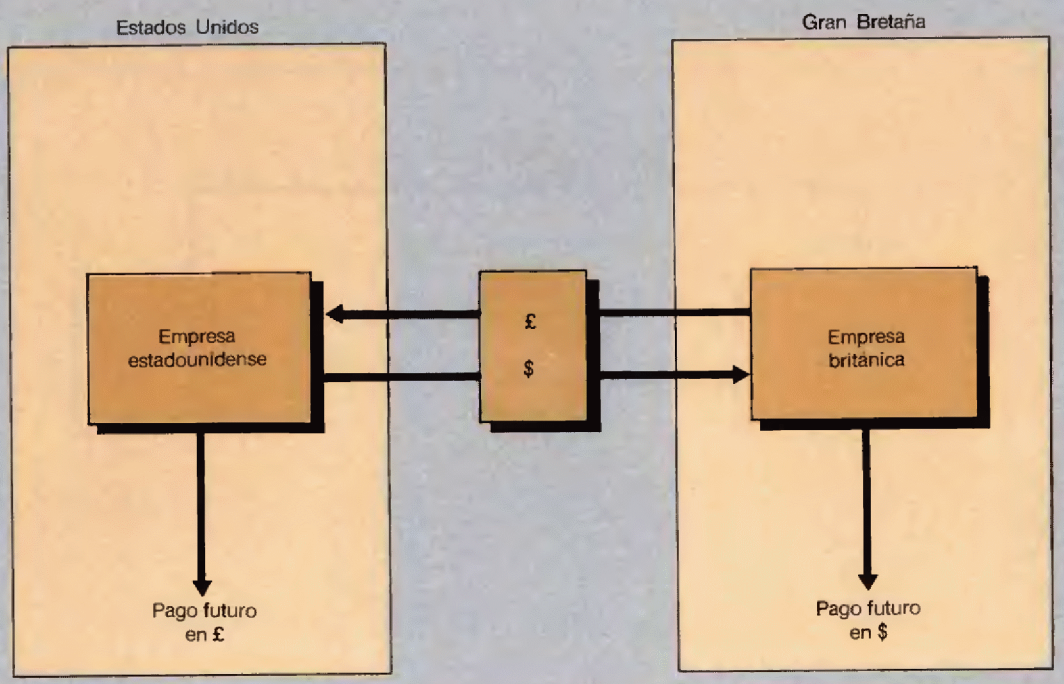
A diferencia de otras formas de *swaps*, las partes no se prestan entre sí las monedas, sino que las venden con un acuerdo de recompra por los mismos importes y al mismo tipo de cambio, a una fecha futura determinada. La suma sujeta a intercambio es establecida en una moneda, estableciéndose el contravalor en la otra moneda mediante la aplicación del tipo de cambio *spot* entre ambas, en el momento de cierre (gráfico 3).

Independientemente de esta modalidad, las formas en que estos contratos pueden concretarse son más diversas que las correspondientes a tipos de interés, reflejando también respuestas a fallos o insuficiencias de los mercados de cambios.

Tal es el caso, por ejemplo, de los *contratos forward a largo plazo*, considerados como *swaps*, pero sin diferencia alguna respecto a los equivalentes contratos a corto plazo, realizados en los mercados interbancarios de divisas. La ausencia en estos últimos de operaciones a plazo para determinadas monedas o vencimientos es la razón de este tipo de transacciones, cuyo precio (prima o descuento) es negociado entre ambas partes en el momento en que la operación es iniciada (gráfico 4).

Otras formas de *swaps* de divisas incluyen los préstamos *Back-to-Back* y los «préstamos paralelos», considerados como las modalidades de las que deri-

GRAFICO 4
CONTRATOS «FORWARD» A LARGO PLAZO



van las actuales. Los primeros se realizan entre dos compañías localizadas en diferentes países, cada una de las cuales concede a la otra un préstamo en su respectiva moneda, por sumas equivalentes e igual vencimiento. Los devengos de intereses sobre ambos préstamos se calcularán sobre los mismos intervalos de tiempo y, por lo general, se pagarán simultáneamente en ambos préstamos, al igual que la amortización del principal. Los préstamos paralelos difieren de los anteriores únicamente en que en éstos ambas partes prestan los fondos a sus respectivas filiales, localizadas, igualmente, en otro país. Cada una de las empresas concede un préstamo a la filial de la otra compañía, implicando únicamente a dos entidades legales (gráficos 5 y 6).

La concertación de este tipo de contratos de préstamo va ligada frecuentemente a un contrato de futuros, mediante el cual, si una de las monedas se deprecia respecto a la otra en una magnitud superior a una prefijada, el prestamista de la moneda depreciada habrá de incrementar el importe de su préstamo para compensar las variaciones en el valor del mismo originadas por las correspondientes al tipo de cambio.

Intermediación y mercado secundario

El esquema de la mayor parte de los *swaps* realizados actualmente modifica los esquemas descritos anteriormente mediante la participación de un intermediario (banco comercial o de inversión), vinculando las pretensiones de ambas partes mediante *swaps* realizados aislada pero simultáneamente con cada una de ellas. Tales intermediarios, facilitando la localización de contrapartidas apropiadas a las operaciones, configuran el mercado primario de *swaps*. En la actualidad, la función del intermediario es la de contrapartida de la operación demandada.

Ese mercado primario en los *swaps* de tipos de interés se organiza internamente en función de la estructura de vencimientos de los instrumentos objeto de los intercambios y por el carácter de los participantes. El sector de corto plazo (vencimientos máximos de tres años) está configurado esencialmente como un mercado interbancario en el que se llevan a cabo actividades tan-

GRAFICO 5
PRESTAMO «BACK-TO-BACK»

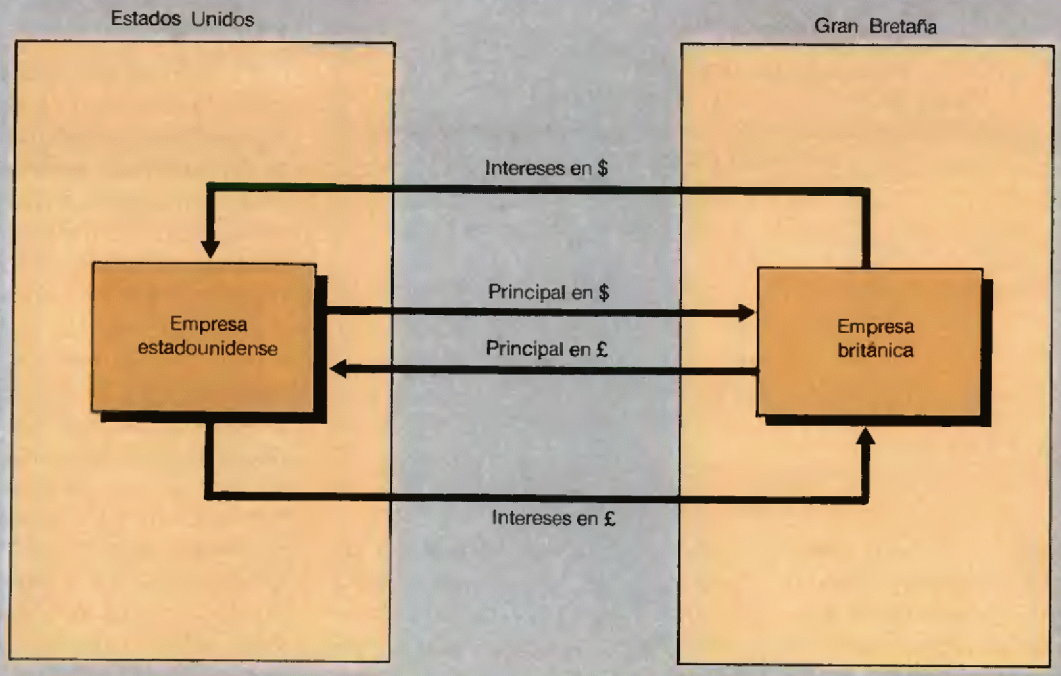
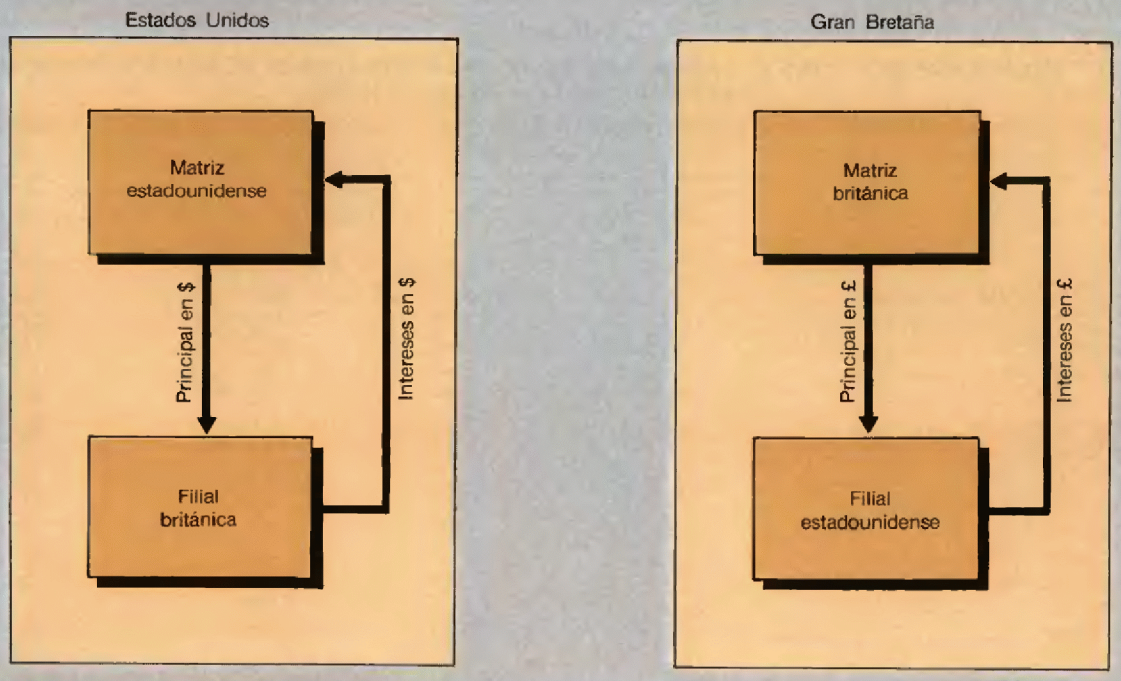


GRAFICO 6
PRESTAMO PARALELO



CUADRO N.° 3

SWAPS DE DIVISAS
(Flujos en miles de millones de dólares)

	Operaciones iniciadas	*Emisiones de Eurobonos asociados con un swap* de monedas
1981	1,5	1
1982	3	2
1983	6	3
1984	13	6
1985	24	20
1986	40-45	33

Fuente: Banco de Inglaterra.

to de captación de fondos como de cobertura por parte, fundamentalmente, de entidades bancarias, manteniéndose estrechamente ligado al mercado monetario de Nueva York. El sector más amplio de este mercado primario es el de largo plazo, alrededor de transacciones en eurobonos en dólares, fundamentalmente y, por tanto, estrechamente ligado en la fijación de precios a los tipos vigentes para títulos del Tesoro con vencimientos equivalentes. Se ha estimado en un 80 por 100 el volumen de emisiones de bonos en eurodólares sujetas a *swaps* de tipos de interés, atribuyendo a tales posibilidades de intercambio la principal responsabilidad en el crecimiento experimentado por estas emisiones en los últimos años.

La estimación fiable del volumen de actividad en este tipo de operaciones presenta igualmente dificultades, derivadas fundamentalmente de la existencia de obligaciones informativas específicas y regulares (tanto con los bancos centrales como con los accionistas) de los agentes bancarios que las realizan y, adicionalmente, de la versatilidad funcional asociada a los *swaps* de monedas. En el cuadro n.° 3 se recoge la estimación realizada por el Banco de Inglaterra, con referencia específica a las operaciones ligadas a emisiones de eurobonos. Es preciso, una vez más, advertir de las distorsiones derivadas del doble cómputo de principales y del exclusivo registro de las operaciones identificadas públicamente. El cuadro n.° 4 recoge la distribución por monedas de las emisiones de bonos a tipos de interés fijos que han

CUADRO N.° 4

DISTRIBUCION POR MONEDAS DE LAS EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS A TIPOS DE INTERES FIJOS ASOCIADAS A *SWAPS* EN 1986

	Emisiones con *swaps*			
	Contravalor en m.m. $ de EE.UU.	%	Emisiones totales (contravalor en m.m. $ de EE.UU.)	Porcentaje de emisiones con *swap* sobre el total
Dólar de EE.UU.	11,3	34,1	82,3	14
Yen	10,3	31,1	21,9	47
Franco Suizo	3,3	9,8	23,2	14
Dólar australiano	2,4	7,4	3,4	72
ECU	2,1	6,5	5,8	37
Dólar canadiense	1,2	3,6	5,9	20
Marco alemán	1,0	3,1	14,6	7
Franco francés	0,5	1,7	3,2	17
Dólar neozelandés	0,4	1,2	0,4	91
Libra esterlina	0,2	0,5	5,4	3
Corona danesa	0,2	0,5	1,3	13
Florín holandés	0,1	0,4	3,2	5
Otros	—	—	0,8	—
Total	33,2	100,0	172,6	19

Fuente: Banco de Inglaterra.

sido identificadas por el Banco de Inglaterra como asociadas a *swaps* durante 1986.

El inicio por algunas entidades financieras de doble cotización (precio comprador y vendedor) para determinadas operaciones *swaps*, especialmente a largo plazo, contribuyó a la emergencia de un mercado secundario en el que se realizan transacciones en posiciones *swaps* ya existentes, completando las posibilidades para esos intermediarios de compra o colocación de posiciones complementarias. Su desarrollo se encuentra condicionado por la existencia de diversas exigencias informativas y documentales, en gran medida articuladas en un reciente «codigo» regulador de estas operaciones (17).

Concebidas para la gestión de riesgos de precio, las operaciones *swaps* pueden, a su vez, generar exposición a riesgos específicos, fundamentalmente los derivados de insolvencia de una de las partes intervinientes en la operación (riesgo de crédito) y los correspondientes a condiciones adversas al mercado (riesgo de mercado), susceptibles de dificultar la localización de contrapartida para una operación iniciada o de alterar sustancialmente las condiciones de coste de las mismas, especialmente el diferencial o *swap spread* de algunas transacciones (18).

3. Futuros y *forward* en tipos de interés

La extensión de los contratos de futuros a operaciones financieras (19) (tipos de cambio, tipos de interés, índices bursátiles) constituye una de las respuestas innovadoras iniciales que la gestión de riesgo de precio aporta a comienzos de la pasada década. Desde su introducción en 1975 por el Chicago Board of Trade (CBT) (20), el empleo de contratos de futuros en tipos de interés ha sido paralelo a la creciente volatilidad de los tipos de interés. Su utilización ha trascendido a las finalidades de la mera cobertura, utilizándose igualmente para operaciones netamente especulativas.

Del grado de aceptación de este tipo de operaciones es un exponente significativo el hecho de que el volumen de transacciones realizadas hasta la fecha haya superado ampliamente al resto de los contratos a futuros, financieros o no. Su extensión a otro tipo de instrumentos (letras del Tesoro, certificados de depósitos, depósitos en eurodólares) y su contratación en otros mercados son igualmente expresivos de la implantación alcanzada por los mismos.

Un contrato de futuros es un acuerdo estandarizado objeto de intercambio en una Bolsa o mercado organizado que implica la entrega de un bien a una fecha especificada en el futuro. En el caso concreto de «futuros financieros», el bien en cuestión es un instrumento financiero. El carácter estándar del contrato, como prerrequisito para su transacción en un mercado organizado, hace precisamente referencia al tipo de activo o instrumento sobre el que se realiza el acuerdo, su cantidad y condiciones de entrega: lugar, plazo y pago. La única variable de un contrato de futuros es el precio, establecido en abierta cotización.

La revisión de las principales características de los futuros en tipos de interés cabe hacerla en contraste con las correspondientes a sus más estrechos sustitutos, los contratos *forward* de tipos de interés (cuadro n.° 5). Desde su asentamiento como mecanismo de neutralización del riesgo de cambio (21), los contratos *forward* se han extendido recientemente a la cobertura del riesgo de tipos de interés, como *Forward Rate Agreements* (FRA); sus diferencias con los correspondientes contratos a futuros son escasas.

La primera diferencia sustancial entre ambos radica en el carácter no estandarizado de los términos y condiciones de un FRA. La calidad y cantidad de los activos objeto de transacción, fecha de entrega y procedimiento de pago son establecidos, en general, mediante la negociación bilateral entre comprador y vendedor. Consecuentemente, los mercados en los que se realizan los FRAs no tienen un carácter organizado, son mercados paralelos (*Over-The-Counter, OTC*) (22).

En los contratos de futuros, las transacciones tienen lugar en un mercado organizado, los activos, o instrumentos objeto de transacción, son estándar, así como las fechas de contratación, hasta el extremo de que únicamente cuatro de ellas son las establecidas con posibilidad de contratación en el conjunto del año (23).

El carácter bilateral de los intercambios entre comprador y vendedor en los mercados *forward* no existe en los mercados de futuros, en los que se interpone una «cámara de compensación» entre ambas partes, una vez establecidos los términos de la transacción. El compromiso de comprador y vendedor se for-

CUADRO N.° 5

DIFERENCIAS PRINCIPALES ENTRE MERCADOS *FORWARD* Y FUTUROS

	Forward	*Futuros*
Fecha de cumplimiento del contrato	En el futuro	En el futuro
Términos del contrato	Ajustados a las necesidades de las partes	Altamente estandarizado, homogéneo
Lugar de la operación	Cualquiera	Bolsa o mercado específico
Organización	En general, no sujeto a organización	Altamente organizado
Fijación de precios	Negociaciones	Cotización abierta
Fluctuaciones de precio	Ningún límite diario	Límite diario
Relación entre comprador y vendedor	Personal	Una cámara de compensación es interpuesta entre las dos partes
Depósito	No exigido anualmente	Margen inicial
Asunción del riesgo de insolvencia	Las dos partes	La cámara de compensación
Cumplimiento del contrato	Mediante la entrega	Posible entrega, pero la mayoría de las transacciones son compensadas antes de la entrega
Información sobre operaciones	Inexistencia de precios públicos, normalmente	Mercado público, cotizaciones de precios.
Regulación	Inexistencia de regulaciones	Regulación gubernamental y autorregulación.

maliza, respectivamente, con esa cámara, que actúa como contrapartida para cada participante garantizando el cumplimiento del contrato. A diferencia, también, de la práctica generalizada en los contratos *forward*, la cámara de compensación exigirá, en concepto de garantía, el depósito de un «margen inicial» (hasta el 3 por 100 del valor del contrato) sobre cualquier posición asumida por comprador y vendedor. Si el comportamiento de los precios es contrario a uno de los participantes hasta el punto de que el margen se reduzca en más de un 25 por 100, la cámara de compensación reclamará un margen adicional (*margin call*). En la fecha de su vencimiento, o en la compensación previa, la cámara reembolsará el margen pendiente.

La entrega de los activos correspondientes tiene en los contratos de futuros un carácter excepcional. En realidad, el objeto del contrato a futuros no es el instrumento o título en cuestión, sino los propios contratos; los compromisos de entrega (o recepción) de un instrumento financiero asociado a la venta (o compra) de un contrato son habitualmente compensados por transacciones opuestas realizadas en el mercado (24). Del conjunto de los contratos de tipos de interés apenas un 2 por 100 son liquidados mediante la entrega correspondiente; el número de contratos no cerrados o pendientes en un momento determinado es el «interés abierto» en ese mercado.

En los contratos *forward* de tipo de interés, la suma empleada como principal del contrato tiene un carácter meramente nocional, sin ser objeto de intercambio. En la fecha de liquidación, la diferencia entre el tipo de interés acordado en el contrato *forward* y el correspondiente tipo de referencia establecido (generalmente el LIBOR), multiplicado por la suma acordada como principal por el período correspondiente, resulta en la obligación de pago o el derecho de cobro neto.

En definitiva, el grado de estandarización de los contratos, los procedimientos en que se basan las transacciones en los mismos, con el papel central desempeñado por la cámara de compensación, constituyen los principales factores distintivos entre los «futuros» y los *forward* en tipos de interés. En esos mismos factores se basa igualmente la diferencia en términos de riesgo de insolvencia, mínimo en los futuros, y el mayor grado de liquidez de éstos.

Tales aspectos han contribuido a una creciente internacionalización de esas operaciones, especialmente a través de los contratos en eurodólares que, aproximadamente, representan actualmente los dos tercios del conjunto de las posiciones pendientes en los mercados de Chicago y las cuatro quintas partes de las correspondientes a la bolsa de Londres (LIFFE). La cre-

CUADRO N.° 6

PRINCIPALES CONTRATOS MUNDIALES EN FUTUROS Y OPCIONES (MILES DE M. $ de EE.UU.)

	1975	*1980*	*1984*	*1985*	*3T-1986*
Interés abierto agregado	$0,2	$81,0	$231,0	$391,9	$679,5
• Tipos de interés	0,0	78,8	203,6	324,8	574,3
O Bonos	0,0	35,9	46,5	90,9	150,1
Futuros	0,0	35,9	25,0	49,5	104,3
Opciones	0,0	0,0	21,5	41,4	45,8
O Mercados monetarios	0,0	42,9	157,1	233,9	424,2
Futuros	0,0	42,9	157,1	186,5	308,1
Opciones	0,0	0,0	0,0	47,4	116,1
• Indices bursátiles	0,0	0,0	19,3	46,8	57,0
Futuros	0,0	0,0	4,6	9,7	18,1
Opciones	0,0	0,0	14,7	37,1	38,9
• Divisas	0,2	2,2	8,1	20,3	48,2
Futuros	0,2	2,2	4,0	8,0	9,4
Opciones	0,0	0,0	4,1	12,3	38,8
Volumen total transacciones	$0,0	$25,4	$63,2	$110,5	$169,0
• Tipos de interés	0,0	24,3	48,5	84,9	132,2
O Bonos	0,0	6,0	13,8	32,2	64,7
Futuros	0,0	6,0	11,9	25,7	57,9
Opciones	0,0	0,0	1,9	6,5	6,7
O Mercados monetarios	0,0	18,2	34,8	52,7	67,6
Futuros	0,0	18,2	34,8	47,7	58,0
Opciones	0,0	0,0	0,0	5,0	9,6
• Indices bursátiles	0,0	0,0	11,5	21,2	30,0
Futuros	0,0	0,0	5,5	8,9	14,4
Opciones	0,0	0,0	6,0	12,3	15,6
• Divisas	0,0	1,1	3,2	4,4	6,8
Futuros	0,0	1,1	2,9	3,7	4,3
Opciones	0,0	0,0	0,3	0,7	2,5

a. Medida por el valor en dólares de las posiciones pendientes en un contrato el último día del período.
b. Media diaria del valor en dólares de las transacciones en el contrato correspondiente durante el último mes del período.
Fuente: Kaufman, H.; Hanna, J. (1986, p. 23)

ciente participación de entidades bancarias, sin llegar todavía a ser mayoritaria, estaría convirtiendo a estas operaciones en sustitutos de las convencionales transacciones interbancarias, en la medida en que permiten una mayor discrecionalidad operativa sin grandes restricciones sobre la estructura del balance (25).

4. Opciones

Los contratos de opciones forman parte del grupo de innovaciones generadas fundamentalmente por la demanda de los agentes no bancarios. Su expansión, tanto en la tipología de los contratos como en el volumen de actividad de los mercados (cuadros n.° 6 y 7), constituye un claro exponente del grado de sofisticación alcanzado por la gestión financiera frente a los riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés. Así como las opciones en tipos de interés aparecen asociadas a las importantes elevaciones de éstos últimos a principios de la presente década, configurándose como forma de acotación de los mismos, los contratos sobre divisas responden en mayor medida a la incapacidad de predicción que la volatilidad de los tipos de cambio genera, también a partir de principios de los ochenta, y a las mayores posibilidades de obtener beneficios de posiciones especulativas limitando el riesgo.

Aunque la historia del estudio de las opciones se remonta a finales del siglo pasado, con algunos estudios considerados como contribuciones pioneras a la teoría de los procesos estocásticos, su configuración formal satisfactoria no se alcanza hasta comienzos de la pasada década, con su referencia fundamental

CUADRO N.° 7

BOLSAS Y TIPOS DE CONTRATOS EN FUTUROS FINANCIEROS Y OPCIONES

	Tipos de interés	*Indices bursátiles*	*Divisas*	
EE.UU.				
Chicago				
Board of Trade (CBOT)	*Futuros*	*Futuros*		
	US T-bond	Major market maxi index		
	10-year T-notes	Major market index		
	GNMA Mortgages-CDR	Long-term municipal bond index		
	GNMA-cash settled	NASDAQ 100 index		
	US T-bond			
	10-year T-note			
Board Options Exchange (CBOE) ..		*Opciones*	*Opciones*	
		Standard & Poor's 100 index	$/Swfr	$/£
		Standard & Poor's 500 index	$/DM	$/C$
		Standard & Poor's over the counter 250 index	$/Y	$/Ffr
Mercantile Exchange (CME)	*Futuros*	*Futuros*	*Futuros*	
	3 month Eurodollar deposit	Standar & Poor's 500 index	$/DM	$/£
	90 day T-bill	Standard & Poor's 100 index	$/Swfr	$/C$
	90 day CD	Standar & Poor's over the counter 250 index	S/Y	$/Ffr
	Opciones	*Opciones*	$/Ecu	
	3 month Eurodollar	Standar & Poor's 500 index	*Opciones*	
	90 day T-bill		$/DM	$/Y
			$/Swfr	$/£
MidAmerica Commodity Exchange (Midam)	*Futuros*		*Futuros*	
	T-bond		$/Swfr	$/£
	T-bill		$/DM	$/C$
			$/Y	
Nueva York				
NY Futures Exchange (NYFE)		*Futuros*		
		NYSE composite index		
		Opciones		
		NYSE composite index		
NY Stock Exchange (NYSE)		*Opciones*		
		NYSE composite index		
		NYSE composite double index		
NY Cotton Exchange (NYCE)			*Futuros*	
			$/Ecu	US$ index
American Stock Exchange (Amex)		*Opciones*		
		Major market index		
		Oil index		
		Airline index		
		Computer technology index		
Coffe, Sugar $ Cocoa Exchange ...	*Futuros*			
	Consumer price index			
Filadelfia				
Stock Exchange		*Futuros*	*Opciones*	
		National over-the-counter index	$/Swfr	$/£
		Opciones	$/DM	$/C$
		National over-the-counter index	$/Y	$/Ffr
		Value line index	$/Ecu	
		Gold and silver index		
Kansas City				
Board of Trade (KCBOT)		*Futuros*		
		Value line index		
		Mini value line index		

CUADRO N.º 7 (continuación)

BOLSAS Y TIPOS DE CONTRATOS EN FUTUROS FINANCIEROS Y OPCIONES

	Tipos de interés	*Indices bursátiles*	*Divisas*	
San Francisco				
Pacific Stock Exchange		*Opciones* Technology stock index		
Washington DC				
NASDAQ		*Opciones* NADASDAQ 100 index		
CANADA				
Toronto				
Futures Exchange	*Futuros* 91 day T-bill (Canadian) 15 year bond (Canadian) *Opciones* 15 year bond	*Futuros* TSE 300 composite index	*Futuros* $/C$	
Stock Exchange		*Opciones* TSE 300 composite index		
Montreal				
Montreal Exchange	*Opciones* Long-term bonds (Canadian)	*Opciones* Canadian market portfolio index	*Opciones* $/C$ $/DM	 $/Swfr $/£
Vancouver				
Stock Exchange			$/C$	
BRASIL				
Rio de Janeiro	*Futuros*			
Bolsa Brasileira de Futuros	ORTN (government bill)			
REINO UNIDO				
London				
London International Financial Futures Exchange (Liffe)	*Futuros* 20 yr gilt (government bond) US T-bond 3 month L interest rate 3 month Eurodollar Short gilt (gov'ment bond) *Opciones* Long gilt US T bond 3 month Eurodollar	*Futuros* FT-SE 100 index	*Futuros* $/£ $/DM DM/$ Opciones $/£ DM/$	 $/Swfr $/Y
Stock Exchange	*Opciones* Long gilt Short gilt	*Opciones* FT-SE 100 index	*Opciones* $/£	 $/DM
HOLANDA				
Amsterdam			*Opciones* $/fl $/DM Ecu/$	 £/$ £/$ jumbo
European Options Exchange				
FRANCIA				
Paris				
Matif	*Futuros* 7-10 yr government bond			
AUSTRALIA				
Sydney				
Futures Exchange	*Futuros* 10 year T-bond 90-day bank bill *Opciones* 10 year T-bond 90 day bank bill	*Futuros* All ordinaries share price index *Opciones* All ordinaries share price index	*Futuros* $/A$ *Opciones* $/A$	

CUADRO N.° 7 (continuación)

BOLSAS Y TIPOS DE CONTRATOS EN FUTUROS FINANCIEROS Y OPCIONES

	Tipos de interés	*Indices bursátiles*	*Divisas*	
NUEVA ZELANDA Auckland Futures Exchange	*Futuros* 90 day prime commercial paper 5 year government stock		\$/NZ\$	
SINGAPUR International Monetary Exchange (Simex)	*Futuros* Eurodollar		*Futuros* \$/Dm	\$/Y
JAPON Tokyo Stock Exchange	*Futuros* 10 year government bond			
HONG KONG Futures Exchange		*Futuros* Hang Seng index		

en los trabajos de Black y Scholes (1973).

En términos generales, una opción es una transacción en la que una parte compra, y la otra parte vende, el derecho (pero no la obligación) a entregar a un precio acordado un instrumento preestablecido, en intercambio por otro, igualmente especificado previamente, en una fecha futura.

Desde esta perspectiva, los principios de la valoración de opciones pueden aplicarse a una amplia gama de instrumentos financieros; no sólo a los que por su propia naturaleza presentan características similares a las opciones (bonos convertibles, *warrants*), sino igualmente a aquellos otros más diferenciados.

Como producto financiero, las opciones disponen de usos equivalentes a los que proporcionan los *swaps*. La protección del riesgo derivado de variaciones en tipos de interés y tipos de cambio puede ser satisfecha por ambos tipos de instrumentos. La diferencia que incorporan las opciones radica precisamente en la posibilidad que otorga al poseedor o comprador de una opción de beneficiarse de los movimientos favorables en el mercado del instrumento en cuestión, limitando las pérdidas derivadas de movimientos adversos.

A diferencia de lo que ocurre en el mercado a plazo o *forward*, el propietario de una opción tiene el derecho, pero no la obligación, de realizar el intercambio subsiguiente en la fecha de expiración. Si no se ejerce el derecho, el contrato puede dejarse expirar o, en determinados casos, venderlo en el mercado. Por el contrario, en los contratos *forward*, a su vencimiento debe ejercerse el correspondiente intercambio (26).

Puts y *Calls*

Con arreglo a la terminología específica empleada en este tipo de operaciones, pueden distinguirse dos tipos de contratos: *call* y *put*, según otorguen a su titular el derecho de comprar *(call)* o de vender *(put)* una cantidad fija de títulos o (unidades de) instrumentos financieros de que se trate, a un precio fijado previamente o en una determinada fecha futura.

El acto por el que se realiza la transacción a que da derecho el contrato se denomina *ejercicio* de la opción; el precio fijado es denominado *precio de ejercicio (strike price)*, y la fecha establecida, *vencimiento o fecha de expiración*. Los contratos que posibilitan el ejercicio de la opción en cualquier fecha anterior a la de vencimiento son denominados *opciones americanas*. Si, por el contrario, el ejercicio de la opción únicamente puede realizarse en la fecha de vencimiento, se trata de *opciones europeas*.

El agente que crea o emite una opción de compra (*call*) es denominado *vendedor o emisor* (*writer*) y el que la compra es el tenedor o comprador.

Los compradores de opciones pagan un precio (prima) por el

privilegio asociado. Si durante el período de vida de la opción los precios de mercado del instrumento en cuestión se mueven a favor del poseedor de la opción, ésta podrá ejercerse con un beneficio. En el caso contrario, el precio pagado puede llegar a perderse.

La elección de una de las alternativas que al poseedor de un contrato se le ofrecen, básicamente su ejercicio o la espera hasta el vencimiento de la opción, dependerá del comportamiento del mercado del instrumento o activo en cuestión.

Situadas en la fecha de vencimiento de un contrato de compra, *call*, con un precio de ejercicio k, y un precio de mercado del instrumento o activo correspondiente s* en esa fecha de vencimiento, el valor de dicha opción, c*, para una unidad del instrumento en esa fecha será:

$$c^* = \begin{cases} s-k & \text{si} \quad s^* > k \\ 0 & \text{si} \quad s^* \leq k \end{cases}$$

o, alternativamente,

$$c^* = \max [0, s^* - k]$$

La terminología específica creada para estos casos señala que cuando $s^* > k$, la *call* finaliza con una posición en dinero (*finish in-the-money*); y si $s^* < k$, lo hace «sin dinero» (*finish-out-of the money*); cuando $s = k$, es decir, el precio de ejercicio es igual al precio de mercado, se denomina «al dinero» (*at-the-money*).

La elección correspondiente a una opción *put*, o de venta, se planteará de forma similar, siendo en este caso p* el valor de una *put* para una unidad del instrumento financiero en cuestión en su fecha de vencimiento:

$$p^* = \begin{cases} 0 & \text{si} \quad s^* \geq k \\ k-s^* & \text{si} \quad s^* < k \end{cases}$$

o, alternativamente, $p^* = \max [0, k-s^*]$; en este caso, si $s^* < k$, la opción *put* marca una posición «de dinero» (*finish in-the-money*). Lógicamente, el poseedor de una opción sólo la ejercerá si la misma está en posición «de dinero» (*in-the-money*); en cualquier otro caso, la dejará vencer sin llegar a ejercerla.

Aproximación a la valoración de opciones

La facilidad de cálculo del valor de una opción *put* o *call* a su fecha de vencimiento no lo es tanto cuando se trata de hacerlo antes de la expiración del contrato. Sin necesidad de abordar aquí los detalles de ese proceso de valoración, podemos establecer una aproximación gráfica (27) partiendo de la premisa de que debería ser obvio que una opción *put* o *call*, en la medida en que puede ser ejercida en cualquier momento antes de su fecha de vencimiento, debe valer como mínimo su valor corriente de ejercicio (gráfico 7). Siendo:

s = precio de mercado actual del instrumento o activo finaciero en cuestión,

c = valor corriente de una opción de compra (*call*) asociada,

p = valor corriente de una opción de venta (*put*) asociada,

el valor hoy de una *call*, c, deberá ser igual, como hemos visto, al max [0, s−k] y el correspondiente valor en el momento actual de una opción *put* deberá, al menos, ser el max [0, k−s]. Ambos valores los consideraremos como el valor de ejercicio o *valor de paridad* de una *call* y una *put*, respectivamente. En la medida en que la opción puede tener un mayor valor siendo retenida que ejerciéndose, su precio puede exceder a su valor de paridad; esta diferencia:

para un *call*:

c - max [0, s−k]

para una *put*:

p - max [0, k−s]

es la *prima sobre la paridad* y, en consecuencia, el precio de mercado de una opción será igual a la suma de su valor de paridad más la prima.

En las figuras 1 a 4 del gráfico 7 se reflejan las implicaciones en términos de beneficios y pérdidas de cuatro posiciones básicas en opciones.

En principio, si el precio actual del instrumento, s, es igual al precio de ejercicio k, y permanece inalterado a la fecha de vencimiento ($s^* = s$), la compra de una opción *put* o *call* resultaría en una pérdida igual a la inversión realizada, el precio actual de esa opción.

Para el comprador de una opción *call* (fig. 1), la situación de neutralidad sería aquélla en la que el precio de mercado fuera igual al precio de ejercicio k más el precio de la opción. Cuanto mayor sea el precio de mercado del instrumento a ese punto de beneficio nulo, mayores serán las posibilidades de beneficio para el comprador de la opción *call*.

Para el emisor o vendedor de una *call* (fig. 2) la situación de neutralidad será el precio de ejercicio más el precio recibido. Cuanto menor sea el precio de ejercicio de la opción al precio de mercado del instrumento correspondiente, mayor será su riesgo. Inversamente, el descenso en el precio del instrumento por debajo de ese umbral de beneficio nulo puede llegar a apor-

FIGURA 1. **COMPRA DE UNA «CALL»**

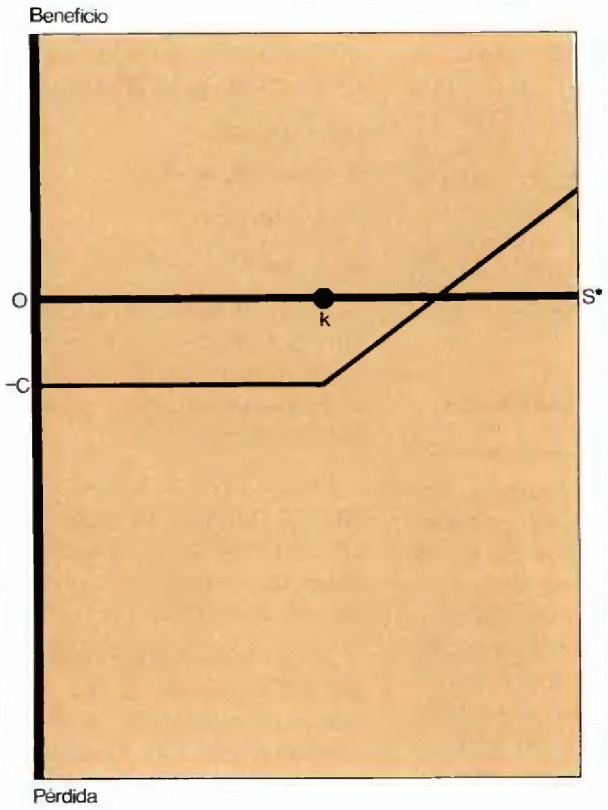


FIGURA 2. **VENTA DE UNA «CALL»**

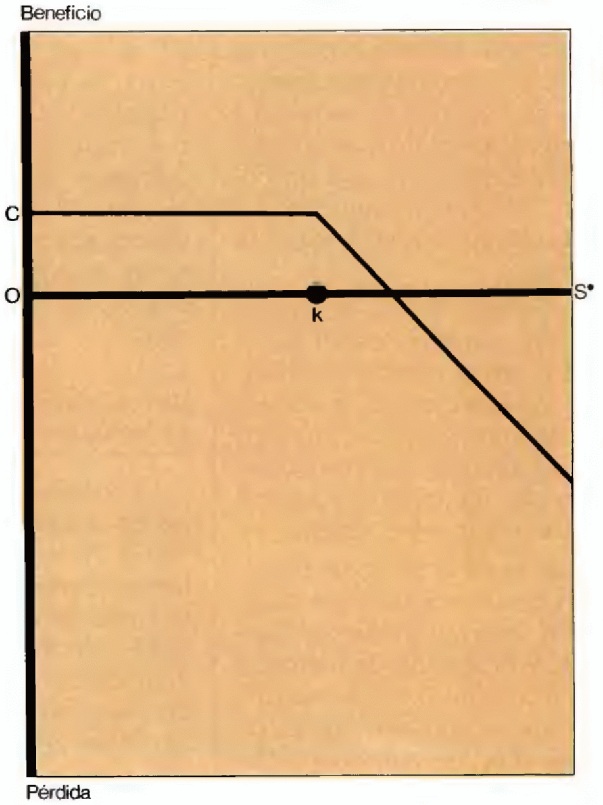


FIGURA 3. **COMPRA DE UNA «PUT»**

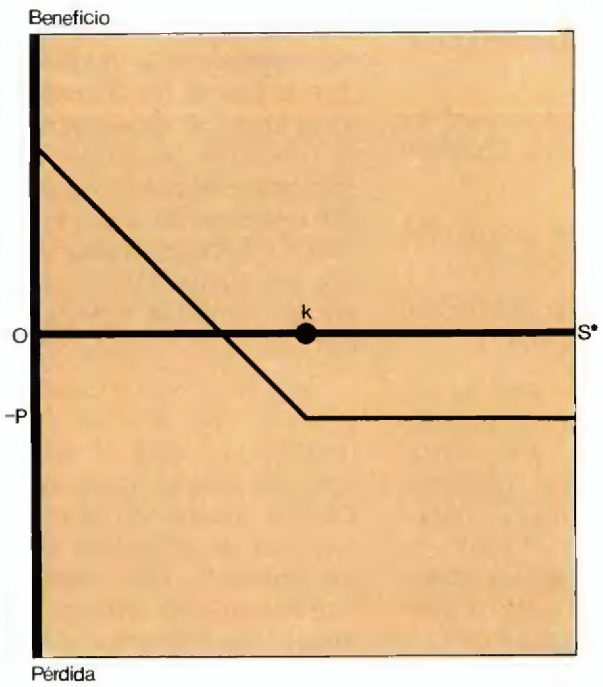
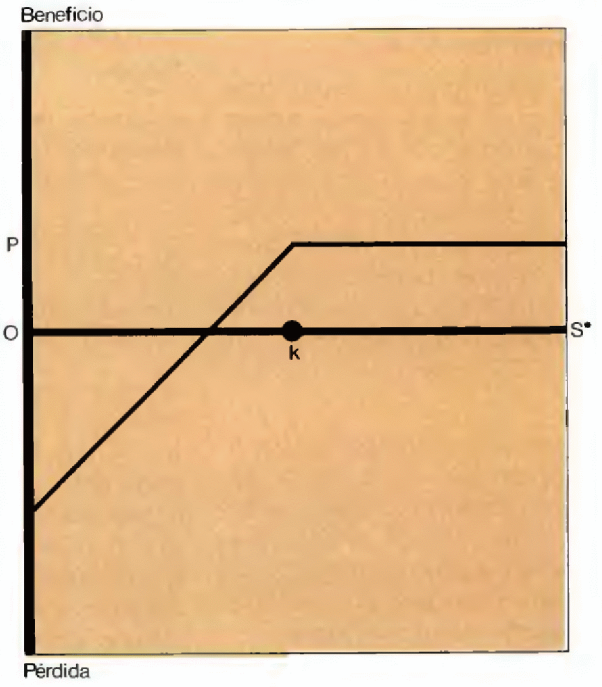


FIGURA 4. **VENTA DE UNA «PUT».**



tarle, como máximo, un beneficio igual al precio recibido por la venta de la opción.

En el caso de la compra de una opción *put* (fig. 3), el riesgo es nulo cuando el precio es igual al precio de ejercicio menos el precio pagado en la compra del contrato. Cuanto mayor sea el descenso del precio de mercado del instrumento correspondiente por debajo de ese punto, mayores serán los beneficios para el comprador.

De igual forma, para el vendedor de una opción *put* (fig. 4) el riesgo será nulo cuando el precio de mercado sea igual al precio de ejercicio menos el precio recibido. Cuanto mayor sea la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado, mayor será su riesgo. El incremento en el precio de mercado del instrumento podrá aportar, como máximo, un beneficio equivalente al precio recibido por la venta de la opción.

La aproximación realizada a la valoración de las opciones ha tomado como fecha de referencia la de vencimiento y, en ese caso, las variables determinadas del valor de una opción eran el precio del ejercicio y el precio de mercado del instrumento correspondiente. La valoración en una fecha previa a la de expiración es, sin embargo, más compleja, basada fundamentalmente en la probabilidad de su ejercicio, y las variables determinantes son más numerosas. En el caso, por ejemplo, de opciones en divisas, las variables más relevantes serán: precio de mercado actual (tipo *spot*), precio de ejercicio de la opción, plazo a la fecha de vencimiento, características del ejercicio de la opción (americana o europea), volatilidad esperada del instrumento y tipo de interés en el país de origen de la moneda. El vencimiento, el tipo de cambio de contado, el tipo *forward* y el tipo de interés local permiten comparar la opción con las alternativas de empleo de los mercados *forward*.

Los dos componentes básicos del valor de una opción son su *valor intrínseco* y su *valor temporal*. El primero es la suma que podría obtenerse si la opción fuera ejercida actualmente, es decir, la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado del instrumento. Así, por ejemplo, si el LIBOR actual sobre dólares a tres meses está en el 7 por 100 en una opción *call* al 65 por 100 (otorgando el derecho a endeudarse a tres meses en dólares al 6,5 por 100), el valor intrínseco será del 0,5 por 100, mientras que una opción *call* al 7 por 100 o superior tendrá un valor intrínseco igual a cero.

El valor temporal es la suma en la que una opción excede a su valor intrínseco. En el ejemplo anterior, con el LIBOR situado en el 7 por 100, si la opción *call* está cotizándose a 0,75 por 100, tendrá un valor intrínseco del 0,5 por 100 y un valor temporal de 0,25 por 100. Si una opción del mismo tipo al 7,5 por 100 se cotiza al 0,25 por 100, ese precio sería en su totalidad valor temporal. Previamente al vencimiento de una opción, su valor temporal será siempre superior a cero, especialmente en el caso de las opciones americanas y, por tanto, su valor total supera generalmente a su valor intrínseco.

El cálculo directo del valor temporal de una opción, independientemente de la obtención de la diferencia entre su valor total y su valor intrínseco, supone medir, en primer lugar, el componente volatilidad o variabilidad esperada del precio del instrumento de que se trate y, en segundo, el comportamiento de los tipos de interés. La facilidad de cálculo de ese componente de volatilidad dependerá del comportamiento del precio del activo durante la vida de la opción, de la distribución de probabilidades de los movimientos futuros en el precio y, en definitiva, de la facilidad de extrapolación de su comportamiento pasado.

Por lo que se refiere al componente tipos de interés, en las opciones sobre cualquier tipo de instrumento, excepto divisas, se tratará de obtener el tipo esperado durante el período de vida del contrato; en opciones sobre divisas, sin embargo, será preciso considerar el diferencial entre los tipos de las divisas consideradas (28).

Opciones sobre tipos de interés

La más usual de este tipo de opciones es la concretada sobre tipos de interés para dólares de EE.UU. que, a su vez, admite una doble modalidad: *opciones sobre tipos a corto plazo* o flotantes (LIBOR, *Prime rate* y *Treasury bills*) que, a su vez, pueden ser denominadas *caps* o *floors*; y *opciones sobre tipos a largo plazo* o fijos. Las *caps* constituyen una serie de opciones *put*. Las *floors* son una serie de opciones *call*.

Mediante una opción del primer tipo (*cap*) se establece entre vendedor y comprador que, en determinadas fechas futuras establecidas previamente, el vendedor reembolsará al comprador el coste adicional en tipos de interés que suponga el precio

de mercado (por ejemplo, el LIBOR) sobre el precio de ejercicio acordado. En una opción *floor* o *call*, las características son inversas.

Han sido relativamente frecuentes en los dos últimos años las opciones de este tipo asociadas a instrumentos a largo y medio plazo, especialmente las emisiones de bonos a tipos de interés flotantes (*floating rate notes*) y a certificados de depósito.

La semejanza funcional de este tipo de opciones con los *swaps* de tipos de interés no ha de obviar la constatación de una ventaja a favor de las primeras. Mediante el *swap* su titular protege los flujos de interés mediante la inversión a tipos fijos, pero sin beneficiarse del eventual descenso en los tipos de interés.

Una modalidad adicional son las opciones *collar*, que sitúan un límite superior y otro inferior a la exposición en tipos de interés, comprensivas, por tanto, de los dos componentes, *cap* y *floor*. Un comprador de una opción de esta clase conoce el rango en que pueden oscilar sus pagos por intereses durante la vida del instrumento en cuestión. En términos generales, una opción *collar* suele ser aproximadamente un 30 por 100 más barata que una equivalente *cap*, dependiendo del límite inferior elegido.

Opciones sobre divisas

Una opción en divisas constituye un contrato que ofrece a su titular el derecho (aunque no la obligación) ya sea de comprar o vender una cantidad previamente determinada de moneda extranjera a un tipo de cambio especificado (precio de ejercicio) a la fecha de vencimiento del contrato (opciones europeas) o en cualquier fecha previa al mismo (opciones americanas).

Las características esenciales de estos contratos son prácticamente equivalentes a las de tipos de interés. Al igual que en las opciones sobre tipos de interés, las transacciones pueden llevarse a cabo en Bolsa o mercados organizados y en mercados paralelos. En la Bolsa de Filadelfia se realizan transacciones con contratos en marcos alemanes, dólares canadienses, libras esterlinas, francos franceses, francos suizos y yen. En las restantes (LIFFE, CME, European Options Exchange, Montreal Exchange y London Stock Exchange) la cobertura de monedas es algo mayor. Lógicamente, el grado de liquidez de estos mercados y el precio de los contratos dependen, en gran medida, del carácter más o menos estandarizado de los mismos.

De forma similar a lo que ocurre con los contratos en tipos de interés, un activo mercado paralelo (OTC) proporciona la flexibilidad necesaria para realizar cualquier tipo de cobertura con vencimientos hasta doce meses en las principales monedas. Para vencimientos más dilatados, no es frecuente la doble cotización por la mayoría de los *market-makers*, dada la relativa falta de liquidez.

Frente a otras alternativas de gestión del riesgo de cambio, las principales ventajas de las opciones en divisas radican precisamente en su flexibilidad de ejercicio, en su significado literal como opción sin obligación asociada. Otorgan a su poseedor, además, la posibilidad de aprovechar cualquier movimiento ventajoso en los tipos de cambio, limitando el riesgo (como en cualquier tipo de opción) a la pérdida de la prima (29).

IV. TRASCENDENCIA E IMPLICACIONES DEL PROCESO DE INNOVACION

El desarrollo del proceso de innovación financiera se ha presentado en gran medida asociado a un entorno inestable, en el seno del cual los mercados financieros internacionales han experimentado un cambio en profundidad, del que la generación de nuevas técnicas e instrumentos financieros constituye uno de los más claros exponentes.

Una cuestión previa al análisis de la trascendencia de ese proceso es la relativa al carácter más o menos reversible o circunstancial con que se presentan las respuestas innovadoras en función de los incentivos señalados. La progresiva desaparición de las tensiones inflacionistas, la menor volatilidad en las variables-precio de los instrumentos y el proceso desregulador emprendido en los principales países, se presentarían como las pruebas a superar hoy por los nuevos instrumentos creados en un contexto económico y reglamentario distinto.

El grado de integración de los principales mercados financieros, alcanzado paralelamente al desarrollo de los nuevos instrumentos, parece constituir hoy la salvaguardia al riesgo de involución en la oferta de nuevos productos o, al menos, en el mantenimiento de los más arraigados. La movilidad de los flujos de capital y la diversificación geográfica de los activos financieros se presentan como resultantes de ambos procesos, de

difícil desaparición en un contexto desregulador como el dominante. Adicionalmente, la asimilación en la gestión de las empresas, financieras y no financieras, de los cambios tecnológicos ha contribuido a entroncar la generación de nuevos instrumentos y técnicas en la organización empresarial.

La previsible continuidad de gran parte de los nuevos instrumentos creados y de la propia dinámica innovadora ha originado, junto a evidentes efectos positivos, serias preocupaciones sobre el alcance de ese proceso, tanto en términos de estabilidad de los sistemas financieros (30) como de eficacia de las funciones tradicionales de las autoridades monetarias.

Una de las consecuencias más claramente positivas que ha comportado la generalidad de los nuevos instrumentos creados radica en la mayor eficiencia de que disponen los mercados, tanto más apreciable cuanto más convergente ha resultado ese proceso de innovación con el de desregulación de los principales mercados domésticos. La reducción en costes transaccionales, el amplio acceso a las nuevas modalidades de inversión y financiación, las mayores alternativas de diversificación de carteras de activos y pasivos y las mejores posibilidades de cobertura de riesgos son resultados generalmente asociados al proceso de innovación.

La redistribución de riesgos inherentes a las transacciones financieras, que ha motivado la generación de nuevos instrumentos, además de incrementar el grado de competencia en la fijación de precios de los instrumentos y en su comercialización, ha supuesto una alteración importante en los esquemas tradicionales de financiación. Como se ha visto en páginas anteriores, los instrumentos creados en los últimos años han dispuesto de la posibilidad de segregación de aquellos riesgos que en la financiación bancaria tradicional se mantenían estrechamente vinculados. En la medida en que tal reasignación de riesgos suponga su asunción final por los agentes más capaces, el efecto neto ha de ser favorable, sin amenazar la estabilidad de los mercados.

Esa mayor eficiencia y complejidad cobrada por los mercados financieros internacionales en los últimos años suscita, a su vez, lógicas preocupaciones sobre sus implicaciones en términos, fundamentalmente, de pérdida de autonomía de las autoridades monetarias, de la relativa ausencia de transparencia informativa que los nuevos instrumentos contribuyen a crear sobre las posiciones de riesgo de los agentes activos en esos mercados y, en definitiva, sobre la estabilidad de los sistemas financieros.

La pérdida de efectividad de la política monetaria constituye uno de los efectos más claros del proceso de innovación. El incremento en el grado de sustituibilidad entre activos domésticos y entre activos en diferentes monedas, asociado tanto a la generación de innovaciones como a la desregulación de los principales mercados domésticos, además de restar virtualidad a la política monetaria, ha hecho más amplia y rápida la transmisión de perturbaciones externas.

Los efectos más destacados, identificados por el B.I.S. (1986, cap. 13), derivados de la amplitud cobrada por la movilidad internacional del capital radicarían, en primer lugar, en la importancia cobrada por los tipos de cambio como vehículo de la política monetaria. En segundo lugar, en la pérdida de operatividad de cambios en la disponibilidad de crédito, en el contexto de las políticas monetarias, a favor del canal de los precios (tipos de interés y tipos de cambio). En tercer lugar, en la mayor dificultad de predicción de los efectos sobre la economía de alteraciones en la política monetaria. Por último, en la pérdida de significado y utilidad de algunos indicadores de política monetaria, en especial los agregados monetarios y crediticios (31).

Riesgos «fuera de balance»

Esas mayores posibilidades de transferencias de riesgos (aunque no su eliminación) y el aumento de la competencia entre los oferentes de los nuevos instrumentos, centra hoy la atención de las autoridades supervisoras de los principales países, en un contexto de relativa pérdida de virtualidad de los registros contables y estadísticos tradicionales. Así, la base de capital de las entidades y el nivel de remuneración de los nuevos productos (tanto en términos de margen como de gastos operativos) es más difícil de evaluar y, en cualquier caso, de más difícil estandarización en los registros contables convencionales. En concreto, la asunción por las entidades bancarias de compromisos subsidiarios en el suministro de crédito, como los asociados a las NIFs, incorpora una contingencia no registrable en las cuentas patrimoniales del balance y de difícil comparación con el resto de los activos y pasivos

bancarios. El tratamiento contable de los contratos de futuros, opciones, *swaps* de divisas y el de sus resultados, puede plantear igualmente problemas serios de interpretación, tanto mayores cuanto más compleja es la actual articulación de ese tipo de operaciones.

Como lógica consecuencia de lo anterior, la cobertura estadística de los flujos crediticios internacionales pierde igualmente relevancia a medida que las operaciones asociadas al proceso de *securitization* se generalizan (32).

La trascendencia de esa ausencia relativa de transparencia informativa, especialmente para los usuarios externos de los estados financieros, se conjuga con la mayor opacidad de los propios mercados, de los que ha desaparecido prácticamente la distinción tradicional entre los tipos de entidades bancarias activas en los mismos y entre las propias firmas de crédito. Las vías de solución ensayadas en el primer caso por algunas autoridades reguladoras parecen dirigidas hacia el establecimiento de relaciones de equivalencia entre esos riesgos al margen del balance y los registrados convencionalmente, con el fin último de restaurar la utilidad de los *ratios* e indicadores al uso.

Las alternativas a la segunda forma de opacidad, la originada por los cambios experimentados en la estructura institucional de los mercados, tendente a un menor grado de especialización, es lógico suponer que exigirá un desplazamiento desde las formas de regulación, en función del tipo de entidades, a las correspondientes al tipo de funciones que desempeñan. El descenso en el peso específico de las entidades bancarias tradicionales como canalizadores de crédito es quizá el signo más patente de la transformación estructural que la industria bancaria puede estar experimentando en los países con mercados financieros más abiertos y desarrollados.

NOTAS

(1) Algunas de las consideraciones realizadas en la primera y última parte de este artículo tienen su origen en un trabajo previo (Ontiveros, 1986b), aunque escasamente susceptible de ser considerado una primera versión del presente.

(2) Aproximaciones a un análisis teórico del proceso de innovación financiera, además de en los trabajos de Kane (1981, 1983, 1984), se encuentran en Silber (1975, 1978, 1983), cuyos trabajos tratan de configurar lo que él denomina una «estructura microeconómica de la innovación financiera».

(3) En Johnston (1983) y Lamfalussy (1985), entre otros, se recogen evidencias empíricas acerca de las relaciones específicas y sistemáticas existentes entre los tipos de interés de los mercados externos y los principales mercados domésticos.

(4) Una revisión relativamente detallada de los cambios operados en los mercados financieros internacionales a partir de esos acontecimientos puede verse en Ontiveros (1986a).

(5) Un análisis de los factores de emergencia y crecimiento del mercado de eurodivisas se recoge en Ontiveros (1980).

(6) Ese proceso no ha sido, sin embargo, exclusivo del euromercado. El descenso de la financiación bancaria es hoy un fenómeno prácticamente generalizado en los principales países industrializados, con especial intensidad en Estados Unidos. Un análisis reciente de los principales cambios operados en la financiación empresarial de las economías de la OCDE se encuentra en Berges (1986). Detalle de la evolución de las formas de endeudamiento por las empresas norteamericanas aparece en Morgan Guaranty (1986).

(7) Véase, a este respecto, Kaufman, H.; Hanna, J. (1986, págs. 22-23).

(8) Una exposición más detallada de la evolución de tales técnicas de colocación, documentación necesaria y calendario de concertación de las mismas se encuentran en Altneu y otros (1985); Campbell (1985); Euromoney (1986, 1).

(9) En un principio, los acrónimos NIF y RUF eran considerados sinónimos para designar las facilidades de euronotas. Hoy, sin embargo, parece limitarse el último a una modalidad del primero, asociada incluso al *investment bank* más activo en las mismas, siendo el primero aceptado más ampliamente como denominación genérica de este tipo de facilidades. Exponentes de esta primera acepción equivalente son los trabajos de Altneu, S. B. y otros (1985), y de la segunda, los de Ross (1986) y B. I. S. (1986).

(10) Cuando, en una operación de este tipo, se permite a los suscriptores transferir completamente sus compromisos a otros bancos, siempre garantizando al prestatario la calidad del programa, la denominación utilizada es TRUF (*Transferable Revolving Underwriting Facility*).

(11) Puede verse, a este respecto, Euromoney (1986, 1).

(12) Cuando el precio de una emisión de euronotas se establece sobre algún *prime rate* estadounidense, suele denominarse PUF (*Prime Underwriting Facility*).

(13) Detalles sobre la alteración que esta modalidad supone en el cálculo del precio y del rendimiento de los títulos pueden verse en Freed, F., y Brown, G. A. (1986).

(14) No han de confundirse estas operaciones con los contratos de igual denominación realizados en los mercados interbancarios de divisas, comprensivos de una compra o venta al contado de una moneda combinada con una venta o compra a plazo de la misma moneda.

(15) Sobre la fijación de precios de los *swaps* en función de sus distintas estructuras, puede consultarse: Price, J. A. M. y Henderson, S. K. (1984, cap. 3) y Sen, B. (1986).

(16) Sobre este tipo de bonos, *zero-coupon bonds*, no se pagan intereses, siendo redimidos al vencimiento a su valor facial, por

debajo del cual fueron emitidos. La rentabilidad de este tipo de bonos depende únicamente de la relación existente entre el precio de compra y su valor facial.

(17) *Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps*, 1985. Una descripción más detallada del comportamiento reciente de estos mercados se encuentra en Lindberg, T. J.; Weston, B. C. y Wheat, A. D. (1986).

(18) Una revisión detallada de tales riesgos y sus posibilidades de reducción está recogida en: Antl, B. (1984) y Hsu, G.T.K. (1986).

(19) Los contratos en divisas fueron los primeros en ser objeto de transacciones a futuros en el International Monetary Market (IMM), primer mercado organizado, asociado al Chicago Mercantile Exchange desde su inicio en 1972. Una revisión de los principales tipos de contratos en futuros financieros y del proceso de fijación de precios de los mismos se encuentra en Berges y Ontiveros (1984).

(20) Los primeros contratos de futuros en tipos de interés fueron los correspondientes a GNMA (Government National Mortgage Association), «certificados de ahorro» con respaldo hipotecario.

(21) Un análisis de estos contratos en la gestión del riesgo de cambio se encuentra en Berges y Ontiveros (1983).

(22) El mercado interbancario de divisas presenta, en su segmento *forward*, un creciente grado de estandarización en la dirección de los mercados de futuros.

(23) Así, por ejemplo, el contrato en bonos del Tesoro estadounidense del CBT está basado en emisiones con 20 años de vencimiento y un valor facial de 100.000 dólares. Las fechas de entrega son el tercer jueves de marzo, junio, septiembre y diciembre.

(24) Así, el comprador de un contrato en bonos del Tesoro puede compensar este compromiso vendiendo otro contrato en Bolsa a esa misma fecha.

(25) Puede verse, a este respecto, Deutsche Bundesbank (1986), págs. 29-30.

(26) Una detallada comparación entre ambos tipos de operaciones, *forward* y opciones, se recoge en la obra de Cox y Rubinstein (1985, cap. 2).

(27) Tal desarrollo aparece en Giddy (1983), Cox y Rubinstein (1985, pág. 4), Valero (1987) y en B.I.S. (1986, págs. 61-63). Su aplicación a las opciones en divisas se recoge en Euromoney (1986, 2).

(28) Un análisis detallado sobre el proceso de valoración de opciones se encuentra, además de Black y Scholes (1973), en Cox y Rubinstein (1985) y en Valero (1987). Aplicaciones simplificadas pueden consultarse en B.I.S. (1986) y Euromoney (1986, 2).

(29) El conjunto de posibilidades operativas que ofrecen las opciones en divisas en la gestión del riesgo de cambio, puede verse en Agmon, T.; Eldor, R. (1983), y Giddy, I. H. (1983).

(30) Trabajos ampliamente comprensivos sobre las fuentes de inestabilidad del sistema bancario internacional son, entre otros, los de Snowden (1985), Spencer (1986) y Padoan (1986).

(31) Pueden verse, a este respecto, los trabajos de Hester (1981), Howard y Johnson (1982), Pierce (1984) y Freedman (1985).

(32) La particularización de estas dificultades en la cobertura estadística, en función de los distintos instrumentos, es tratada en B.I.S. (1986, cap. II, 1.ª parte).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

AGMON, T., y ELDOR, R. (1983), «Currency Options Cope with Uncertainty»; *Euromoney*, mayo, págs. 227-228.

AKHTAR, M. A., y DENNIS, G. E. J. (1984), «Financial Innovations and the Interest Elasticity of Private Expenditures», Federal Reserve Bank of New York, *Research Paper*, nº 8.422, octubre.

ALTNEU, S. B., JONES, M., y ALVAREZ MORO, O. (1985), «Pricing, Syndication and Placement Processes», en BANKSON, L. y LEE, M. (eds.) (1985).

ANTL, B. (1984), «Quantifying Risk in Swap Transactions». Euromoney Corporate Finance, diciembre, págs. 19-21.

— (Ed.) (1986), *Swap Finance*, Euromoney Publications, Londres.

BANKSON, L., y LEE, M. (eds.) (1985), *Euronotes*, Euromoney Publications, Londres.

BANQUE PARIBAS (1986); «Les nouveaux instruments finaciers» *Boletín Económico*, mensual, noviembre, págs. 145-151.

BERGES, A. (1986), «Mercados de capital: Nuevas formas de financiación empresarial», Bilbao, Congreso Nacional de Economía, Mimeo.

BERGES, A., y ONTIVEROS, E. (1983), *Gestión Financiera del Riesgo de Cambio*, Ediciones ICE, Madrid.

— (1984), *Mercados de Futuros en Instrumentos Financieros*, Pirámide, Madrid.

B. I. S. (1986), «Recent Innovations in International Banking». Basilea, abril (Una versión española de las tres primeras partes de este trabajo ha sido publicada en la *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, nº 2, 1986, págs. 133-320).

BLACK, F., y SCHOLES, M. (1973), «The Pricing of Options and Corporate Liabilities»; *Journal of Political Economy*, 81 (3), págs. 637-654.

CAMPBELL, K. (1985), «Eurocommercial Paper Market tests its wings», *The Banker*, septiembre, págs. 73-80.

COX, J. C., y RUBINSTEIN, M. (1985), *Options Markets*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, Inc.

DEUTSCHE BUNDESBANK (1986), «Innovation in International Banking», *Monthly Report*, vol. 38, nº 4, abril, págs. 25-34.

DUFEY, G., GIDDY, I. A. (1981), «Innovation in the International Financial Markets»; *Journal of International Business Studies*, otoño. Existe versión española en ICE, enero, 1986.

EUROMONEY (1986, 1), «The Euronote comes of age», Suplemento especial, enero, págs. 50-55.

— (1986, 2), «Futures and Options», Suplemento especial, octubre.

FREED, F., y BROWN, G. A. (1986), «An Introduction to Medium-Term Notes», *Money Market Analysis*, Salomon Brothers, febrero.

FREEDMAN, C. (1985), «Financial Innovation in Canada: Causes and Consequences», *American Economic Review*, 73, n.º 2, mayo, págs. 101-106.

GIDDY, I. H. (1983), «The Foreing Exchange Option as a Hedging Tool», *Midland Corporate Finance Journal*, vol. 1, nº 3, otoño, págs. 32-42.

HESTER, D. (1981), «Innovations and Monetary Control», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, págs. 141-199.

HOWARD, D. H., y JOHNSON, K. H. (1982), «Financial Innovation, Deregulation and Monetary Policy: The Foreign Experience», en *Interest Rate Deregulation and Monetary Policy*, The Federal Reserve Bank of San Francisco.

HSU G. T. K. (1986), «Assessing the Risks to Swap Users». *Euromoney*, Suplemento especial, enero, págs. 106-107.

JOHNSTON, R. B. (1983), *The Economics of the Euro-Market*, Londres: Macmillan.

KANE, E. J. (1981), «Accelerating Inflation, Technological Innovation and the Decreasing Effectiveness of Banking Regulation», *Journal of Finance*, mayo, 36, págs. 355-67.

— (1983), «Policy Implications of Structural Changes in Financial Markets», *American Economic Review*, 73, n.º 2, mayo, págs. 96-100.

— (1984), «Microeconomic and Macroeconomic Origins of Financial Innovation», *Financial Innovations*, Boston: The Federal Reserve Bank of St. Louis; Klywer Nijhoff Publishing, Boston, págs. 3-20.

KAUFMAN, H. y HANNA, J. (1986), *Prospects for Financial Markets in 1987*. New York: Salomon Brothers, 16 diciembre.

LAMFALUSSY, A. (1985), «The Changing Environmeen of Central Bank Policy», *American Economic Review*, 75, n.º 2, mayo.

LINDBERG, T. J., WESTON, B. C. y WHEAT, A. D. (1986), «The Swap Market: 1986», en ANTL, B. (Ed.) (1986), *Swap Finance*, págs. 61-67.

MONTAGNON, P. (1986), «The Euronote Association. Pressure Grows for an Index», *Financial Times*, Suplemento especial, 28 de noviembre, pág. 4.

MORGAN GUARANTY (1986), «Global Financial Change», *World Financial Markets*, diciembre, págs. 1-12.

ONTIVEROS, E. (1980), «Mercado de eurodivisas. Análisis de su evolución e implicaciones», *Fundación Universidad- Empresa*, Madrid.

— (1986a), «Nuevos patrones en la distribución de liquidez e integración financiera internacional». *Información Comercial Española*, febrero.

— (1986b), «Innovación e integración financiera internacional», Mimeo. Primeras Jornadas de Economía Española, Alicante, octubre.

PADOAN, P. C. (1986), *The Political Economy of International Financial Instability*, Londres, Groom-Helm.

PIERCE, J. L. (1984), «Did Financial Innovation Hurt the Great Monetarist Experiment?», *American Economic Review*, vol. 73, mayo, págs. 392-396.

PRICE, J. A. M., y HENDERSON, S. K. (1984), *Currency and Interest Rate Swaps*, Londres, Butlerworths.

ROSS, I. M. (1986), «Le Marché des Euronotes et son Evolution vers L'euro Commercial Paper», *Banque*, 460, abril, págs. 349-353.

SEN, B. (1986), «The Pricing of Swaps», en ANTL, B. (ed.), *Swap Finance*, págs. 79-86.

SILBER, W. W. (1975), «Towards a Theory of Financial Innovation», en *Financial Innovation*, SILBER, W. (ed.), Lexington, D. C. Heath & Co.

— (1978), *Commercial Bank Liability Management*. Chicago, Association of Reserve City Bankers.

— (1983), «The Process of Financial Innovation». *American Economic Review*, 73, 2, págs. 89-95.

SNOWDEN, P. N. (1985), *Emerging Risk in International Banking*, Londres, George Allen & Unwin.

SPENCER, P. D. (1986), *Financial Innovation, Efficiency and Disequilibrium*, Oxford, Clarendon Press.

VALERO, F. J. (1987), *Opciones en Instrumentos Financieros*, Gesmosa (próxima aparición).

VAN HORNE, J. C. (1985), «Of Financial Innovation and Excesses», *Journal of Finance*, vol. XL, n.º 3, julio, págs. 621-631.

WILLIAMS, J. (1986), *The Economics Functions of Futures Markets*, Cambridge, Cambridge University Press.

ZECHER, J. R. (1984), «Financial Innovations in the 1980s». *Financial Innovations*, Boston, The Federal Reserve Bank of St. Louis; Klywer - Nijhoff Publishing, Boston, págs. 151-175.

INTERMEDIARIOS

EVOLUCION Y ESTRUCTURAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Julio ARRANZ MORO

La referencia al sistema financiero que aquí se realiza comprende los sectores de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito.

Por sectores, la participación en el sistema, por volumen de activos utilizados, ha tenido la composición que refleja el cuadro n.° 1.

Si la participación en el sistema quedara referida al volumen de depósitos en pesetas de clientes, la composición hubiera presentado las cifras del cuadro número 2.

De los cuadros núms. 1 y 2 se desprende la importancia creciente de las cajas de ahorros en su participación en el sistema financiero, y la confirmación como estrella en sus financiaciones de los depósitos en pesetas captados a la clientela.

Sin detrimento de los comentarios específicos que se realizarán para cada sector, es obligada una referencia a la evolución de los principales indicadores del sistema financiero tomado en su conjunto.

La evolución del volumen de negocio y del margen de explotación ordinario habida en el sistema financiero durante el último trienio responde a unas medias de tasas de crecimiento del 14,21 por 100 y 14,60 por 100, respectivamente.

El beneficio antes de impuestos, es decir, el resultante de incorporar algebráicamente al margen de explotación ordinario los resultados atípicos a la gestión y las dotaciones y saneamientos realizados ha tenido un crecimiento medio del 25,05 por 100.

A tenor de lo expuesto, resulta evidente un mayor crecimiento del beneficio, a partir de un margen de explotación que ha progresado mucho más moderadamente, por los mayores resultados atípicos y por las menores necesidades de constitución de provisiones, al menos proporcionalmente al volumen de negocio. El cuadro n.° 3 muestra la evolución de las magnitudes comentadas.

Las evoluciones descritas no alcanzarían su máximo significado si no fueran ponderadas con el volumen medio de activos utilizados durante el período. Por ello, se ha incluido como referencia la expresión final de la cascada de resultados en tasas porcentuales sobre los activos totales medios.

El comportamiento final del margen de explotación ordinario depende del efecto conjunto en la cuenta de pérdidas y ganancias derivado de:

- El incremento del volumen de negocio.
- Variaciones de las estructuras internas de las aplicaciones y recursos.
- Variaciones de los precios de las aplicaciones, recursos y gastos de explotación.

Un análisis de la variación causal del margen de explotación en este último trienio desglosaría el efecto de la forma que expresa el cuadro n.° 4.

Destaca el importante cambio cualitativo en las causas de las variaciones del margen de explotación. La tendencia decreciente en la aportación por el incremento del volumen de negocio y el deterioro, atenuado en 1986, del diferencial de precios entre las aplicaciones y recursos han sido compensados con una mejora en la productividad del gasto y el efecto positivo derivado de las mejoras en las estructuras del balance.

En términos de beneficio antes de impuestos, el cambio cualitativo es aún más importante; baste para ello calcular que en 1984 los resultados atípicos a la gestión representaban el 11,90 por 100 de aquél y que este mismo porcentaje se sitúa en el 43,80 por 100 en 1986.

Las estructuras de balance y sus precios de los tres últimos ejercicios han tenido la evolución reflejada en el cuadro n.° 5.

Las causas de los cambios de estructura de las aplicaciones pueden resumirse en:

- Disminución de la importancia de los coeficientes obligatorios, derivada de la adaptación a la baja de los niveles de cobertura, y reducción de la base de depósitos computables por deslizamientos hacia figuras de acreedores no computables (en 1985 el incremento se debe al impacto pleno del coeficiente de deuda a corto implantado durante 1984).
- Comportamiento del crédito en pesetas, que, tras sucesivas reducciones de su peso estructural en el conjunto de las aplicaciones, recupera el nivel de 1984, aunque dista aún del

42,37 por 100 que representaba en 1983.

• Mayor presencia en los mercados monetarios y de valores de renta fija, donde recala toda la liquidez excedentaria.

En cuanto a los recursos, no se ha producido ninguna variación significativa de sus estructuras, sólo internamente alterada por la reducción, incluso en valores absolutos, de las operaciones en divisas.

La tendencia a la baja de los tipos de interés ha sido más acusada en el tipo medio de las aplicaciones hasta el ejercicio de 1985; ello originó un proceso de readaptación del coste de las financiaciones con plenos resultados en 1986, lo que ha permitido recuperar la amplitud de márgenes a los mismos niveles de 1984.

Por último, cabe señalar la reducción y mantenimiento de la tasa del gasto de explotación medida sobre activos totales medios, consecuencia de las medidas tomadas en materia de productividad.

En los cuadros núms. 6, 9 y 12 se exponen las estructuras de balance y precios para cada uno de los sectores financieros.

BANCOS

El comportamiento del sector bancario en los tres últimos ejercicios no ha tenido una línea de continuidad; por ello, tratar de resumirlo obliga a realizar un corte temporal para referenciar las principales variaciones.

Hasta el ejercicio de 1985, inclusive, se ha producido un estrechamiento paulatino del margen de intermediación (diferencial ponderado del precio de las aplicaciones y recursos) como consecuencia del empeoramiento de las estructuras del balance y de la reducción de los tipos de interés.

El peso de los coeficientes pasó a representar el 19,41 por 100 de las aplicaciones en 1984, cuando este mismo porcentaje se situaba en el 14,64 por 100 en 1983. Este importante incremento se debió a la elevación del coeficiente de caja hasta el 18 por 100 en enero de 1984 y a la implantación del coeficiente de deuda a corto, llamado de pagarés del Tesoro, a partir del 1 de julio, lo que supuso destinar a su cobertura el 12 por 100 de los pasivos computables.

La debilidad de la demanda de crédito condujo a reducir su importancia en el conjunto de las aplicaciones en más de un 11 por 100, pues de un peso estructural del 52,67 por 100 en 1983 se pasó a un 41,62 por 100 en 1985, con el paralelo aumento de liquidez excedentaria colocada en los mercados monetarios.

Los hechos anteriores, ya de por sí suficientemente importantes para provocar un deterioro significativo en el rendimiento global de las aplicaciones, se vieron agravados por la progresiva reducción de los tipos de interés, tanto en el mercado existente del crédito como en los mercados monetarios.

Basta para ello indicar el estrechamiento en el diferencial directo no ponderado del precio de la inversión y financiación de clientes (cuadro n.° 7).

Frente al deterioro global del rendimiento de las aplicaciones y el mantenimiento de las expectativas de unos tipos de interés a la baja, la única alternativa a corto plazo que amortiguara el inevitable deterioro de márgenes era la implantación de fuertes medidas de choque. Tres medidas se pusieron rápidamente en funcionamiento:

• Disminución progresiva en los tipos de interés ofertados en la captación de depósitos.

• Moderación en el crecimiento de los gastos de explotación.

• Realización de resultados atípicos a la gestión, procedentes en su mayoría de la realización de plusvalías en operaciones sobre títulos valores y de la recuperación de créditos que previamente habían sido amortizados.

Es evidente que la falta de alternativas de inversión, junto a la reducción de tipos ofertados por los depósitos, derivaría en un cambio de estrategia de la banca. En efecto, se apostó por el sostenimiento de la rentabilidad, sacrificando el crecimiento; basta para ello comprobar la evolución de las series del cuadro número 8.

Los resultados obtenidos confirman que las medidas funcionaron, y así, en su conjunto, permitieron un deterioro moderado del margen de la explotación ordinaria hasta el ejercicio de 1985, y un crecimiento significativo del beneficio antes de impuestos.

Conocidos los resultados del ejercicio 1986, bien se pudiera calificar éste como un año de ajuste en cuanto al margen de la explotación se refiere y de bonanza de los resultados atípicos a la gestión.

El margen de intermediación quiebra la tendencia descendente que se venía produciendo hasta el ejercicio de 1985, y ello

principalmente como consecuencia de:

- Mejora en la estructura de las aplicaciones.
- Recogida total de la cosecha derivada de los programas de reducción del coste de los depósitos iniciados en 1985.

La disminución del peso de los coeficientes obligatorios en casi un 3 por 100 del total de aplicaciones se debe a la reducción de los niveles de cobertura exigidos por la normativa vigente, y especialmente a la reducción de la base computable para la determinación de los mencionados coeficientes.

Esta reducción de la base computable ha sido posible por el deslizamiento de cerca de 2 billones de depósitos computables hacia figuras de acreedores no computables. Concretamente, se han sustituido depósitos a plazo por cesiones temporales de activos, es decir, se está sustituyendo la función intermediadora clásica por la intermediación en la colocación de activos monetarios, principalmente pagarés del Tesoro.

La disminución del peso específico del crédito hasta el ejercicio de 1985, derivada del crecimiento nulo o escasamente positivo, rompe su tendencia en 1986, con crecimiento del 15,46 por 100 sobre el ejercicio anterior, ganando más de un 3 por 100 en su importancia sobre el activo total.

Aun a pesar de que el precio del crédito libre sigue con tendencia decreciente, habiendo perdido más del 1 por 100 en el ejercicio, su efecto ha sido ampliamente compensado por la reducción en el tipo medio de captación de los recursos.

Estos hechos han sido los factores decisivos para la ruptura en la tendencia del margen de intermediación antes apuntada.

La contención, en términos relativos, de los gastos de explotación hace que la mejora del margen de intermediación se traslade íntegramente al margen de explotación ordinario, rompiéndose asimismo su anterior tendencia negativa.

El ejercicio de 1986 se recordará seguramente por la bonanza recogida en operaciones sobre títulos valores, al realizar plusvalías originadas por la escalada de los índices bursátiles.

El crecimiento de los resultados atípicos sobre el ejercicio anterior ha sido del 274 por 100, alcanzando una cifra superior a 106.000 millones, equivalente al 46,16 por 100 del resultado contable.

Por último, el capítulo de saneamientos y provisiones, tras un ciclo de tendencia decreciente en términos relativos y de poca variación en términos absolutos, tiene un alza significativa en ambos términos. Ello es debido al fuerte incremento de las dotaciones al fondo de pensiones y de saneamientos extraordinarios exigidos por determinadas situaciones específicas.

CAJAS DE AHORROS

Como era de esperar, el comportamiento de las cajas de ahorros en el último trienio, en cuanto al resultado final de los indicadores de rentabilidad, no podía diferir mucho de los obtenidos por los bancos.

Aun siendo sus márgenes mayores, su tendencia ha sido muy similar: estrechamiento hasta el ejercicio de 1985 y ensanche en 1986.

Esta similitud de tendencias es debida principalmente a la dependencia del sistema financiero del comportamiento de tipos de interés, ajeno en buena medida a las decisiones de gestión.

Sin embargo, el comportamiento de los bancos no es extrapolable a las cajas de ahorros, ni por la evolución de sus estructuras ni por la composición de sus resultados. Por ello, en vez de entrar en una descripción y análisis de las diferencias más importantes, es más útil referirse a las cajas de ahorros atendiendo a su propia personalidad como entidad financiera.

La media de tasas de crecimiento anual del volumen de negocio en el último trienio ha sido del 18,78 por 100. Si bien su tendencia es decreciente, no ha impedido ganar cotas de mercado, como anteriormente se ha reflejado.

Este crecimiento ha sido vertebrado en depósitos en pesetas por el lado de las financiaciones y en el crédito en pesetas por el lado de las inversiones, lo que ha contribuido a un mantenimiento de las estructuras básicas del balance, al menos en lo que a decisiones propias de gestión se refiere.

Las variaciones en las estructuras del balance se deben más a factores externos que a cambios de conducta en la gestión.

Las cajas de ahorros, históricamente, han soportado una mayor presión de los coeficientes obligatorios que la banca; ello motivó que la introducción del coeficiente de deuda a corto y la variación del nivel de cobertura (equiparado al de la banca) tuviera una repercusión más ate-

nuada en las estructuras de su balance.

La pérdida de peso específico de los coeficientes en 1986 se debe a la reducción de los niveles de cobertura de acuerdo con el proceso de ajuste de las disposiciones vigentes. Ningún efecto significativo es atribuible a la captación de financiación no computable, pues, como se ha indicado anteriormente, el crecimiento de las cajas está vertebrado en la función de intermediación clásica.

El elevado crecimiento del volumen de negocio de las cajas no siempre las ha permitido mantener un crecimiento proporcional de la inversión en clientes, lo que las obliga a colocar los excedentes en los mercados monetarios, originando una posición creciente netamente prestadora.

La amplitud del margen de intermediación con que operan las cajas hace pensar que en ellas crecimiento y rentabilidad son compatibles, aunque la rentabilidad media del activo total está cada día más condicionada por los tipos de interés de los mercados monetarios, al aumentar su presencia activa en cada ejercicio.

Esta compatibilidad es posible por:

- Financiación mayoritaria a través de depósitos de clientes y recursos sin coste, con poca presencia del sistema crediticio.
- Elasticidad plena, capacidad de reajuste del coste de la financiación a la variación de los tipos de interés de las aplicaciones.

Ante el estrechamiento del margen de intermediación en el ejercicio de 1985, motivado por:

- Disminución de la importancia del crédito en pesetas, al ser su crecimiento (6,43 por 100) menos que proporcional al crecimiento del volumen de negocio (18,65 por 100).
- Crecimiento de la importancia del sistema crediticio, junto a una caída de su rentabilidad del 1,26 por 100.

Las cajas de ahorros en 1986, con un crecimiento muy considerable (14,82 por 100), han dado plena respuesta a la caída de tipos de interés de las aplicaciones con un reajuste del tipo de su financiación básica. Así, el tipo del diferencial directo no ponderado, aun deteriorado en 1986, sigue siendo muy importante (cuadro n.° 10). Ello ha permitido una recuperación del margen de intermediación, que no alcanza las tasas de 1984 exclusivamente por la mayor importancia de los mercados monetarios en detrimento de la inversión libre en clientes.

Desde 1983 la tasa de gastos de explotación sobre el volumen total de activos presentaba una tendencia a la baja como consecuencia de un aumento de la productividad, al crecer en mayor proporción el volumen de negocio que los gastos incurridos (cuadro n.° 11).

En 1986 el crecimiento se ha realizado con unos tipos de productividad marginal decreciente. Este hecho tiene especial importancia por cuanto que se produce en un período que aún se puede calificar de fuerte expansión de la actividad. Si, como parece previsible, la tendencia del crecimiento presentase signos claros de desaceleración, invertir la tendencia del gasto seguramente constituirá uno de los principales objetivos de las cajas de ahorros.

Por último, cabe destacar, igual que en el sector bancario, el importante aumento de resultados atípicos a la gestión, derivado de plusvalías realizadas en operaciones sobre títulos valores, y el importante aumento de los saneamientos y provisiones, derivado de las dotaciones a los fondos de pensiones.

COOPERATIVAS DE CREDITO

Durante los tres últimos años una parte importante del sector está atravesando diversos problemas de solvencia que han dado lugar a planes de saneamiento, integración en la órbita de otras entidades solventes, etcétera. Por ello, un análisis general del sector que no tuviera en cuenta los efectos de las soluciones aportadas podría conducir a apreciaciones incorrectas y por tanto no deseadas.

Para completar la información referida a los sectores del sistema financiero, se ha incluido también la estructura porcentual del balance y precios correspondientes a las cooperativas de crédito.

CUADRO N.° 1

PARTICIPACION EN EL VOLUMEN DE ACTIVOS TOTALES

	1984		1985		1986	
	Importe	*%*	*Importe*	*%*	*Importe*	*%*
Bancos	22.760	70	25.472	69	26.948	67
Cajas de ahorros	8.796	27	10.437	28	11.984	30
Cooperativas de crédito	923	3	1.055	3	1.275	3
Total	32.479	100	36.964	100	40.207	100

Nota: Importes medios en miles de millones.

CUADRO N.° 2

PARTICIPACION EN EL VOLUMEN DE DEPOSITOS EN PESETAS

	1984		1985		1986	
	Importe	*%*	*Importe*	*%*	*Importe*	*%*
Bancos	12.379	61	13.503	59	14.226	57
Cajas de ahorros	7.188	35	8.694	38	9.852	39
Cooperativas de crédito	732	4	847	3	1.011	4
Total	20.299	100	23.044	100	25.089	100

Nota: Importes medios en miles de millones.

CUADRO N.° 3

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS TOTALES Y MARGENES DE RESULTADOS

	1984			1985			1986		
	Importe	*%Δ*	*%ATM*	*Importe*	*%Δ*	*%ATM*	*Importe*	*%Δ*	*%ATM*
ACTIVOS TOTALES MEDIOS	32.479	20,04	100	36.964	13,81	100	40.207	8,77	100
MARGEN EXPLOTACION	588	15,52	1,81	632	7,49	1,71	764	20,80	1,90
+ Resultados atípicos	30	57,32	0,09	75	249,44	0,20	166	213,33	0,40
— Saneamientos y provisiones	366	9,62	1,12	382	4,40	1,03	551	44,24	1,36
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	252	29,75	0,77	325	28,84	0,87	379	16,56	0,94

Nota: Importes en miles de millones.

CUADRO N.º 4

VARIACION CAUSAL DEL MARGEN DE EXPLOTACION

	1984-1983	*1985-1984*	*1986-1985*
Incremento volumen de negocio	102	81	56
Variación estructuras internas	—112	22	113
Variaciones de precios:	89	—59	—37
— Aplicaciones recursos	22	—100	—28
— Gastos de explotación	67	41	—9
VARIACION DEL MARGEN	79	44	132

Nota: Importes en miles de millones.

CUADRO N.º 5

SISTEMA FINANCIERO

	1984		*1985*		*1986*	
	Peso	*Precio*	*Peso*	*Precio*	*Peso*	*Precio*
Coeficientes obligatorios	25,64	10,25	27,52	9,83	25,00	9,05
Inversión libre clientes	42,41	15,35	38,61	14,56	39,52	13,74
— Crédito en pesetas	36,80	15,96	33,99	15,22	36,31	14,22
— Crédito en divisas	5,60	11,37	4,62	9,74	3,21	8,41
Inversión sistema crediticio	20,85	11,54	22,91	10,04	24,93	9,30
— Cuentas en pesetas	11,81	12,11	13,68	10,81	17,01	10,26
— Cuentas en divisas	9,04	10,80	9,23	8,90	7,91	7,24
Cartera de valores libre	3,96	7,45	4,60	8,26	5,31	9,04
Aplicaciones no rentables	7,12	—	6,34	—	5,21	—
Total aplicaciones	100,00	11,84	100,00	11,01	100,00	10,50
Financiación clientes	67,68	7,95	67,41	7,30	66,54	6,30
— Acreedores en pesetas	62,50	7,82	62,34	7,26	62,43	6,30
— Acreedores en divisas	5,18	9,58	5,06	7,71	4,11	6,31
Financiación sistema crediticio	20,63	10,50	20,70	9,54	21,20	9,34
— Cuentas en pesetas	12,05	10,47	12,73	10,08	15,04	10,24
— Cuentas en divisas	8,58	10,54	7,96	8,68	6,16	7,16
Recursos sin coste	11,67	—	11,88	—	12,24	—
Total recursos	100,00	7,55	100,00	6,89	100,00	6,18
Margen intermediación	—	4,29	—	4,11	—	4,32
— Otros productos-costes	—	0,60	—	0,57	—	0,57
Margen ordinario	—	4,89	—	4,68	—	4,89
— Gastos de explotación	—	3,07	—	2,97	—	2,98
Margen de explotación	—	1,81	—	1,71	—	1,90

CUADRO N.° 6

BANCOS

	1984		1985		1986	
	Peso	*Precio*	*Peso*	*Precio*	*Peso*	*Precio*
Coeficientes obligatorios	19,41	9,28	20,45	9,08	17,64	8,20
Inversión libre clientes	45,24	15,60	41,62	14,43	43,07	13,62
— Crédito en pesetas	37,68	16,42	35,29	15,26	38,52	14,23
— Crédito en divisas	7,56	11,47	6,33	9,83	4,55	8,46
Inversión sistema crediticio	24,02	11,38	26,45	9,78	28,52	8,87
— Cuentas en pesetas	11,47	11,94	13,48	10,57	17,41	9,87
— Cuentas en divisas	12,55	10,87	12,97	8,96	11,10	7,30
Cartera de valores libre	5,00	7,51	5,95	8,26	6,36	8,84
Aplicaciones no rentables	6,29	—	5,51	—	4,38	—
Total aplicaciones	100,00	11,97	100,00	10,95	100,00	10,41
Financiación clientes	61,64	8,61	60,17	7,57	58,72	6,44
— Acreedores en pesetas	54,39	8,47	53,01	7,54	52,78	6,45
— Acreedores en divisas	7,24	9,66	7,16	7,78	5,93	6,32
Financiación sistema crediticio	26,53	10,51	27,75	9,62	28,66	9,41
— Cuentas en pesetas	14,88	10,45	16,76	10,21	20,16	10,33
— Cuentas en divisas	11,65	10,59	10,98	8,72	8,50	7,22
Recursos sin coste	11,82	—	12,06	—	12,60	—
Total recursos	100,00	8,09	100,00	7,23	100,00	6,48
Margen intermediación	—	3,87	—	3,72	—	3,93
— Otros productos-costes	—	0,78	—	0,73	—	0,75
Margen ordinario	—	4,66	—	4,45	—	4,68
— Gastos de explotación	—	2,93	—	2,84	—	2,84
Margen de explotación	—	1,72	—	1,61	—	1,83
— Resultados atípicos	—	0,03	—	0,15	—	0,39
— Saneamientos y provisiones	—	1,14	—	1,01	—	1,37
Beneficio antes de impuestos	—	0,61	—	0,75	—	0,85

CUADRO N.° 7

BANCOS.
DIFERENCIAL INVERSION Y FINANCIACION DE CLIENTES

	1983	*1984*	*1985*
Precio de la inversión	15,60	15,60	14,43
Precio de la financiación	8,39	8,61	7,57
Diferencial	7,21	6,99	6,86

CUADRO N.° 8

EVOLUCION DEL ACTIVO TOTAL Y MARGEN DE EXPLOTACION
(En %)

	1983	*1984*	*1985*	*1986*
Tasa de crecimiento del volumen de negocio	—	19,14	11,91	5,79
Margen de explotación sobre ATM	1,80	1,72	1,61	1,83

CUADRO N.º 9

CAJAS DE AHORROS

	1984		1985		1986	
	Peso	*Precio*	*Peso*	*Precio*	*Peso*	*Precio*
Coeficientes obligatorios	41,55	11,33	44,20	10,55	40,62	9,84
Inversión libre clientes	36,33	14,69	32,48	14,86	32,50	14,05
— Crédito en pesetas	35,19	14,85	31,57	15,05	31,96	14,16
— Crédito en divisas	1,13	9,73	0,90	8,32	0,53	7,46
Inversión sistema crediticio	11,55	12,11	13,57	10,86	16,65	10,54
— Cuentas en pesetas	10,64	12,41	12,54	11,15	15,07	10,98
— Cuentas en divisas	0,91	8,57	1,03	7,26	1,58	6,36
Cartera de valores libre	1,46	6,47	1,60	7,59	3,33	9,80
Aplicaciones no rentables	9,09	—	8,13	—	6,87	—
Total aplicaciones	100,00	11,54	100,00	11,09	100,00	10,65
Financiación clientes	82,10	6,74	83,75	6,81	82,66	6,09
— Acreedores en pesetas	81,71	6,74	83,29	6,82	82,21	6,09
— Acreedores en divisas	0,39	6,45	0,45	5,40	0,45	6,00
Financiación sistema crediticio	6,69	10,54	4,77	8,61	5,87	8,77
— Cuentas en pesetas	5,14	10,81	3,38	8,85	4,33	9,58
— Cuentas en divisas	1,54	9,64	1,38	8,04	1,54	6,51
Recursos sin coste	11,21	—	11,48	—	11,46	—
Total recursos	100,00	6,24	100,00	6,12	100,00	5,55
Margen intermediación	—	5,30	—	4,97	—	5,10
— Otros productos-costes	—	0,20	—	0,23	—	0,25
Margen ordinario	—	5,50	—	5,20	—	5,35
— Gastos de explotación	—	3,42	—	3,25	—	3,32
Margen de explotación	—	2,08	—	1,95	—	2,04
— Resultados atípicos	—	0,17	—	0,28	—	0,46
— Saneamientos y provisiones	—	1,16	—	1,12	—	1,44
Beneficio antes de impuestos	—	1,09	—	1,10	—	1,06

CUADRO N.º 10

CAJAS.
DIFERENCIAL INVERSION Y FINANCIACION DE CLIENTES

	1983	1984	1985	1986
Rendimiento del crédito en pesetas	14,85	14,85	15,05	14,16
Coste de acreedores en pesetas ..	6,50	6,74	6,82	6,09
Diferencial	8,35	8,11	8,23	8,07

CUADRO N.º 11

EVOLUCION DEL ACTIVO TOTAL Y GASTOS DE EXPLOTACION
(En %)

	1983	1984	1985	1986
Crecimiento del activo total	—	22,87	18,65	14,82
Crecimiento de los gastos	—	16,45	12,84	16,91
Tasa de gasto / activo total	3,61	3,42	3,25	3,32

CUADRO N.º 12

COOPERATIVAS DE CREDITO

	1984		1985		1986	
	Peso	*Precio*	*Peso*	*Precio*	*Peso*	*Precio*
Coeficientes obligatorios	27,52	11,77	33,35	11,72	33,73	9,69
Inversión libre clientes	30,37	14,31	26,56	15,95	30,52	14,63
— Crédito en pesetas	30,37	14,31	26,56	15,95	30,52	14,63
— Crédito en divisas	—	—	—	—	—	—
Inversión sistema crediticio	31,31	12,83	29,59	12,08	26,67	11,86
— Cuentas en pesetas	31,31	12,83	29,59	12,08	26,67	11,86
— Cuentas en divisas	—	—	—	—	—	—
Cartera de valores libre	1,97	11,24	1,77	14,63	1,90	11,13
Aplicaciones no rentables	8,80	—	8,70	—	7,14	—
Total aplicaciones	100,00	11,82	100,00	11,98	100,00	11,11
Financiación clientes	79,37	7,61	80,56	7,48	80,30	6,43
— Acreedores en pesetas	79,37	7,61	80,56	7,48	80,30	6,43
— Acreedores en divisas	—	—	—	—	—	—
Financiación sistema crediticio	8,22	9,41	7,83	8,98	7,52	9,01
— Cuentas en pesetas	8,22	9,41	7,83	8,98	7,52	9,01
— Cuentas en divisas	—	—	—	—	—	—
Recursos sin coste	12,39	—	11,60	—	12,17	—
Total recursos	100,00	6,81	100,00	6,73	100,00	5,84
Margen intermediación	—	5,01	—	5,25	—	5,27
— Otros productos-costes	—	0,12	—	0,14	—	0,12
Margen ordinario	—	5,13	—	5,39	—	5,40
— Gastos de explotación	—	3,64	—	3,63	—	3,31
Margen de explotación	—	1,48	—	1,76	—	2,08
— Resultados atípicos	—	0,80	—	0,68	—	0,29
— Saneamientos y provisiones	—	0,44	—	0,66	—	0,72
Beneficio antes de impuestos	—	1,84	—	1,78	—	1,65

EVOLUCION RECIENTE DEL NEGOCIO Y DE LA CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

La evolución del negocio y de la cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorros en los dos últimos ejercicios ha estado marcada por el fenómeno de la desintermediación, cuyo principal protagonista ha sido el sector público, tanto por su necesidad de fondos para financiar el déficit como por la normativa fiscal. En este artículo **Miguel Angel Almazán** y **Fernando Vargas Bahamonde** estudian los efectos de este proceso, identificando sus influencias sobre cantidades y precios en los mercados de activos y pasivos, sobre los productos y costes financieros y sobre el margen de intermediación. Además, para dar una visión global de la evolución de los resultados de estas entidades, se comentan los cambios producidos en los otros productos ordinarios y en los costes de transformación y, por ende, en el margen de explotación.

INTRODUCCION (*)

EN este artículo se analiza el impacto de la evolución más reciente del negocio bancario y del comportamiento financiero de los agentes económicos, bancarios y no bancarios, sobre la cuenta de resultados de la banca privada y de las cajas de ahorros en 1985 (1). Sin embargo, las discontinuidades que se producen al aislar cualquier período de tiempo hacen necesario estudiar los ejercicios anteriores para encuadrar la situación del último año dentro de los procesos de cambio de la actividad financiera.

Se estudia el comportamiento de los activos, pasivos y tipos de interés bancarios para desentrañar las causas últimas de la evolución de los productos y costes financieros y, por tanto, del margen de intermediación; y se analizan los «otros productos ordinarios» (comisiones por servicios, avales, etc.) no directamente relacionados con la actividad inversora y de financiación de las entidades, y los gastos de explotación para llegar a la rentabilidad del negocio bancario, medida en término del margen de explotación o de los flujos generados si se añaden los ingresos y gastos extraordinarios. Antes, sin embargo, parece oportuno hacer unos comentarios globales que nos sirvan como marco de referencia.

El primer aspecto que conviene destacar es el proceso de desintermediación bancaria. Una manera de enfocarlo es partiendo de la variación de los activos financieros en pesetas de las empresas no financieras y de las familias.

La conclusión inmediata es que los recursos financieros de estos sectores se han colocado cada vez menos en los intermediarios financieros; así, mientras que a comienzos de esta década el 91 por 100 del aumento neto de activos financieros de las empresas no financieras y familias eran pasivos de intermediarios financieros, en 1985 ese porcentaje había descendido al 73 por 100 (véase el cuadro n.° 1). Sin embargo, no todas las instituciones financieras se han visto afectadas en la misma medida o se han comportado de igual manera. En términos de dicha tasa la banca privada ha perdido 36 puntos en estos cinco años, mientras que las cajas de ahorros han ganado 15 y el resto de las instituciones financieras (2) también ha aumentado su cuota, aunque en menor medida.

El principal protagonista del aumento de la desintermediación bancaria es el sector público que en 1982 comenzó a competir con las entidades de depósito en la captación de recursos a corto plazo, para financiar su creciente déficit, mediante la emisión de pagarés del Tesoro por subasta abierta al público.

Posteriormente, las grandes empresas, públicas y privadas, siguiendo su ejemplo, buscaron un tipo de financiación más barata que la que les ofrecía la banca captando fondos directamente del público, y les fue posible obtener estos recursos porque su tamaño, presencia en el mercado, o calidad de empresa pública, daba seguridad al ahorrador y los mayores tipos de interés que ofrecían resultaban atractivos. Así, se convierten en el segundo protagonista no bancario de este proceso de desintermediación; ello no perjudicó al sector público en la medida en que las entidades de crédito, y en especial la banca, adquirieron

CUADRO N.º 1

DESTINO POR SECTORES DE LA VARIACION DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN PESETAS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS (%)

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
Banca privada	56,0	52,0	47,3	34,9	35,2	20,3
Cajas de ahorros	22,8	27,2	28,4	31,2	32,8	38,1
BANCOS + CAJAS	**78,8**	**79,2**	**75,7**	**66,1**	**68,0**	**58,4**
Resto instituciones financieras (a)	12,9	12,7	12,3	10,4	14,6	14,4
TOTAL INSTITUCIONES FINANCIERAS	**91,7**	**91,9**	**88,0**	**76,5**	**82,6**	**72,8**
Administraciones públicas	3,2	3,1	4,3	13,6	—1,9	10,6
Empresas no financieras y familias	4,3	4,1	6,2	9,0	18,1	14,5
Sector exterior	0,8	0,9	1,5	0,9	1,2	2,1
PROMEMORIA						
Total (m.m.)	2.182	2.406	3.026	3.205	3.414	3.918

(a) No se incluyen los depósitos de los organismos comerciales en el Banco de España.
Nota: Las cesiones temporales de activos y los efectos endosados se han considerado recursos captados por las instituciones financieras.
Fuente: Informe anual del Banco de España 1985 (Apéndice estadístico). Elaboración propia.

pagarés del Tesoro en gran escala ante el descenso de la demanda de crédito inducido por el nuevo esquema de financiación de las empresas mencionadas.

En fin, como tercer acto de esta historia, la banca decidió jugar la baza que tan buenos frutos estaba dando a los otros dos grandes protagonistas emitiendo pagarés para no quedarse rezagada. El crecimiento de estos pagarés, aunque efímero, fue verdaderamente espectacular: en la primera mitad de 1985 aumentaron 1,5 billones de pesetas, gracias a sus ventajas fiscales y a la red comercial de la banca (3).

Esta situación se prolongó a lo largo del primer semestre de 1985, con la salvedad de que la atonía de la demanda de crédito bancario interno remitió gracias a que a partir de finales de 1984 las empresas empezaron a sustituir crédito exterior por endeudamiento en el mercado nacional. En los primeros cinco meses de 1985 los créditos financieros del exterior al sector privado descendieron 98 mil millones de pesetas frente a un aumento en igual período del año anterior de 191 mil millones.

Pero la promulgación de la ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre el régimen fiscal de determinados activos financieros, rompió la homogeneidad en el tratamiento fiscal de los activos a descuento, quedando únicamente los pagarés del Tesoro sin retención sobre sus rendimientos y con opacidad fiscal. Ante esta nueva situación los activos que nacieron imitándolos —pagarés de empresa y pagarés bancarios— cayeron fuertemente. En la banca fueron sustituidos por cesiones temporales y, probablemente, por ventas al vencimiento de pagarés del Tesoro como forma de canalizar la mayor demanda que ahora existía de títulos gracias a sus ventajas fiscales. Este proceso, además, se complementa con un exceso de esos títulos en las carteras de la banca y un mayor dinamismo de la demanda de crédito.

Todo esto justifica en buena parte el enorme descenso en la cuota de mercado de la banca, ya que, a diferencia de las cesiones temporales, las ventas en firme no se consideran captación de recursos y, probablemente, una parte sustancial de la cartera de pagarés del Tesoro del público ha sido colocada por estas entidades.

Por otra parte, la captación directa de financiación por las empresas no cayó tanto como cabía esperar, ya que las inversiones netas del público en títulos de renta fija siguieron creciendo en 1985, después de un fuerte repunte en 1984, amén del enorme aumento de la financiación a través de las ampliaciones de capital en el último año.

Todo este proceso ha afectado menos a las cajas de ahorros. Su negocio no ha experimentado las profundas modificaciones que el de la banca debido, probablemente, al fuerte de peso de la clientela al por menor tanto dentro de su activo como de su pasivo. El aumento de su cuota de mercado en los últimos años, por otro lado, hay que encuadrarlo dentro de una tendencia a más largo plazo cuyo estudio se

sitúa fuera del ámbito de este artículo.

Una característica básica del proceso de desintermediación es haber convertido el tipo de los pagarés del Tesoro en el precio de referencia para la colocación de los fondos del sector empresas no financieras y familias, y para las necesidades de financiación de aquellas empresas con capacidad para entrar en los circuitos de desintermediación.

La aparición de este tipo de referencia ha propiciado la reducción de los tipos de interés activos de las entidades de depósito, que intentan no perder mayores cuotas de mercado, al tiempo que les permitía y obligaba a bajar sus tipos de interés pasivos si no querían deteriorar fuertemente sus cuentas de resultados.

Sin embargo, la ley 14/1985, además de frenar el proceso de desintermediación, rompió el equilibrio entre los tipos de los distintos activos financieros, paralizando temporalmente el descenso de los tipos de interés libres de bancos y cajas durante el tercer trimestre de 1985 mientras el de los pagarés del Tesoro siguió cayendo. Una vez ajustados estos diferenciales, el proceso de reducción de todos los tipos de interés continúa.

A raíz de este proceso, la diferencia entre los tipos de interés libres activos y pasivos de las entidades se amplía, reflejando una asimetría en la utilización del tipo de los pagarés del Tesoro como referencia en las operaciones activas con el sector privado. Este tipo ha determinado básicamente la remuneración de los fondos colocados por el sector empresas no financieras y familias, y el coste de la financiación obtenida por las grandes empresas, pero no el de la financiación del resto de la clientela bancaria. Las empresas pequeñas y medianas y las familias sólo se han visto parcialmente favorecidas por la reducción de los tipos de interés al no contar con suficiente capacidad de negociación y maniobra, no pudiendo acceder a una financiación alternativa directa del público.

Esto no quiere decir que no exista una cierta segmentación de la clientela de pasivos de bancos y cajas ya que estas últimas, hasta finales de 1984, han pagado tipos inferiores en sus cuentas a plazo a la vez que crecían más. En esa fecha se igualan los tipos de interés de ambos grupos de entidades ya que los clientes bancarios, más pendientes de las colocaciones alternativas para sus fondos que los de

CUADRO N.° 2

CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS Y CAJAS

	Importes (m.m.)			*En términos de balance (%)*		
	1983	*1984*	*1985*	*1983*	*1984*	*1985*
BANCA PRIVADA						
1. Productos financieros	2.400	2.758	2.827	12,09	11,74	10,74
2. Costes financieros	1.610	1.876	1.882	8,11	7,99	7,15
3. Margen de intermediación (1) — (2)	**790**	**882**	**946**	**3,98**	**3,75**	**3,59**
4. Otros productos ordinarios	174	181	190	0,88	0,77	0,73
5. Gastos de explotación (a)	596	648	697	3,01	2,75	2,65
6. Margen de explotación (1) + (4) — (5)	**367**	**415**	**439**	**1,85**	**1,77**	**1,67**
7. Otros adeudos y abonos	—3	—13	1	—0,02	—0,06	—
8. Flujos generados (netos de amortizaciones) (6) ± (7)	**364**	**402**	**440**	**1,83**	**1,71**	**1,67**
CAJAS DE AHORROS						
1. Productos financieros	857	1.048	1.183	11,17	11,12	10,70
2. Costes financieros	452	577	662	5,89	6,12	5,98
3. Margen de intermediación (1) — (2)	**405**	**471**	**521**	**5,28**	**5,00**	**4,71**
4. Otros productos ordinarios	16	22	29	0,21	0,23	0,26
5. Gastos de explotación (a)	259	301	338	3,38	3,19	3,05
6. Margen de explotación (3) + (4) — (5)	**162**	**192**	**212**	**2,12**	**2,04**	**1,92**
7. Otros adeudos y abonos	6	8	21	0,08	0,08	0,19
8. Flujos generados (netos de amortizaciones) (6) ± (7)	**168**	**200**	**233**	**2,20**	**2,12**	**2,11**

Fuente: Boletín Económico del Banco de España (marzo 1986). Elaboración propia.

las cajas, tuvieron que aceptar que los tipos de la banca siguieran la evolución de los de los pagarés del Tesoro. A partir de ese momento las cajas proceden a ajustar sus tipos igual que la banca pues resultaría incoherente que aquellos clientes menos exigentes recibiensen, por contra, mayores tipos.

La evolución descrita tiene un claro reflejo en la cuenta de resultados de bancos y cajas provocando una caída de productos y de costes financieros en términos de balance (cuadro n.° 2). Sin embargo, la caída de los productos es mayor que las de los costes, deprimiendo el márgen de intermediación, a pesar del aumento del diferencial entre tipos libres activos y pasivos, ya que el coste medio total de la financiación de ambos grupos de entidades ha descendido en menor medida que los tipos libres. Esto último se debe a que el coste de parte de los recursos de estas entidades —cuentas corrientes y de ahorro—, aparte de tener un máximo legal, es prácticamente fijo a la baja, dada su escasísima remuneración.

Sin embargo, la caída del margen de intermediación en términos de balance no se traduce en 1985 en un decenso de los flujos generados, también en términos relativos, básicamente por dos motivos. El primero, que tiene un carácter estructural, es el ajuste de los gastos de explotación, centrado en los de personal, gracias al aumento de la productividad por encima de los costes unitarios y, en el caso de la banca, a la disminución del número de empleados. El segundo, que es coyuntural, es el espectacular aumento de los resultados extraordinarios gracias a los beneficios obtenidos en venta de valores, que recoge, sin duda, el excelente ejercicio bursátil.

Pasamos a analizar con detalle la cuenta de resultados y la evolución del negocio bancario que tan sucintamente hemos descrito.

LOS PRODUCTOS FINANCIEROS

Evolución de las inversiones

En 1985 los productos financieros de bancos y cajas de ahorros presentan una nota común: su escaso crecimiento. En ese ejercicio ambos grupos de entidades experimentan los menores incrementos de los últimos diez años, y en el caso de la banca, la variación en términos reales fue negativa. Esta evolución se debe a la caída de los tipos de interés, por lo que a continuación se analizarán aquellos mercados cuyos tipos inciden directamente en los productos de las entidades de depósito: el mercado monetario y el crediticio.

El mercado monetario

La enumeración de los activos que deben incluirse en este mercado es discutible pero a efectos del tema que nos ocupa consideraremos los siguientes: pagarés del Tesoro, depósitos interbancarios, financiación de inversiones obligatorias y activos de caja.

En primer lugar nos referiremos a los pagarés del Tesoro que, si bien empezaron a emitirse en el esquema actual —suscripción por subasta abierta a todos los agentes económicos— en abril de 1982, hasta 1984 no alcanzan verdadera relevancia, cuando pasan a servir como activos de control monetario sustituyendo a los certificados de regulación monetaria del Banco de España (CRM), además de servir para financiar el déficit público. Coincidiendo con este cambio en la instrumentalización de la política monetaria, comienza el descenso ininterrumpido de sus tipos de interés gracias a la fuerte demanda de los mismos. Sin embargo, las causas que motivaron el crecimiento de esta demanda han sido muy distintas a lo largo de los dos últimos años.

En efecto, en 1984 la inversión masiva en pagarés del Tesoro se debió a falta de opciones alternativas de la banca y, en menor medida, de las cajas, derivada de la atonía de la demanda de crédito por parte del sector privado. A lo largo del ejercicio bancos y cajas mantuvieron una cartera de pagarés del Tesoro superior al coeficiente de inversión en pagarés del Tesoro (cuadro n.° 3), equivalente al 12 por 100 de los pasivos computables en el coeficiente de caja, que en realidad vino a recoger prácticamente una situación existente, ya que en enero ambos grupos de entidades habían asumido el compromiso voluntario de invertir el 10 por 100 de dichos pasivos en esos títulos.

Esta situación se prolongó durante 1985, aunque atenuada por el repunte de la demanda de crédito. Sin embargo, a mediados de ese ejercicio se produjo un hecho que motivó un fuerte crecimiento de la demanda de pagarés del Tesoro: la promulgación de la citada ley 14/1985, que convertía a los pagarés del Tesoro en el único activo financiero sin retención a cuenta del impuesto. Además los consagraba como la única inversión con opacidad fiscal junto con los

CUADRO N.° 3

EVOLUCION DE LA CARTERA DE PAGARES DEL TESORO DE BANCOS Y CAJAS

	Cartera ajustada de P.P.T. (a) (m.m.)		*Pasivos computables en el coeficiente de caja (b) (m.m.) (3)*	$\frac{(1)}{(3)} \times 100$	$\frac{(2)}{(3)} \times 100$
	Total (1)	*De libre negociación (2)*			
BANCA PRIVADA					
1984 1.er trim.	713,2	sin coef.	8.968,4	8,0	—
2.° trim.	1.244,3	sin coef.	9.220,8	13,5	—
3.er trim.	1.600,1	456,0	10.074,0	15,9	4,6
4.° trim.	1.751,1	566,2	10.373,7	16,9	5,5
1985 1.er trim.	1.883,8	743,5	10.620,1	17,7	7,0
2.° trim.	1.660,0	549,0	10.610,3	15,6	5,2
3.er trim.	1.616,9	521,0	10.494,3	15,4	5,0
4.° trim.	1.415,3	412,3	10.560,6	13,4	3,9
CAJAS DE AHORROS					
1984 1.er trim.	467,0	sin coef.	5.916,8	7,9	—
2.° trim.	676,8	sin coef.	5.978,8	11,3	—
3.er trim.	882,5	124,8	6.330,5	13,9	2,0
4.° trim.	1.076,3	284,9	6.599,9	16,3	4,3
1985 1.er trim.	1.275,1	467,0	7.153,0	17,8	6,5
2.° trim.	1.462,6	646,9	7.450,5	19,6	8,7
3.er trim.	1.423,3	574,8	7.745,5	18,4	7,4
4.° trim.	1.263,3	470,3	7.933,6	15,9	5,9
BANCA + CAJAS					
1984 1.er trim.	1.180,2	sin coef.	14.885,2	7,9	—
2.° trim.	1.921,1	sin coef.	15.199,6	12,6	—
3.er trim.	2.482,6	580,8	16.404,5	15,1	3,5
4.° trim.	2.828,0	851,1	16.973,6	16,7	5,0
1985 1.er trim.	3.158,9	1.210,5	17.773,1	17,8	6,8
2.° trim.	3.122,6	1.195,9	18.060,8	17,3	6,6
3.er trim.	3.040,2	1.095,8	18.239,8	16,7	6,0
4.° trim.	2.678,6	882,6	18.494,2	14,5	4,8

(a) Netas de adquisiciones y cesiones temporales. Datos medios de los valores a fin de mes.
(b) Media de cifras diarias. Calculada dividiendo los activos computables en el coeficiente de caja por el valor del coeficiente más el exceso.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España. Elaboración propia.

activos acogidos al nuevo régimen de retención del 45 por 100. Sin embargo, estos últimos, para ser competitivos, debían emitirse a un tipo de interés superior en el 82 por 100 al de los pagarés del Tesoro (4).

Este cuasi monopolio de la opacidad fiscal de los pagarés del Tesoro estimuló una fuerte demanda por parte del sector privado, que tomó el relevo a los motivos que indujeron a las entidades de depósito a suscribir estos títulos en 1984. Así, se observa en el cuadro n.° 3 cómo la relación entre la cartera, neta de cesiones y adquisiciones temporales de pagarés del Tesoro, de bancos y cajas y los pasivos computables en el coeficiente de caja alcanza su máximo en el primer o segundo trimestre de 1985 para a continuación caer ininterrumpidamente.

En segundo lugar trataremos el mercado interbancario, que incluye los préstamos entre entidades de depósito (5). Este mercado ha tenido desde su creación un crecimiento espectacular relacionado con el desarrollo de la política monetaria, aunque existen otras causas no menos importantes, como la entrada y el crecimiento de la banca extranjera y la creación de las SMMD. Por ello en su evolución de los dos últimos ejercicios destacan un par de episodios en que su ritmo de crecimiento cayó apreciablemente (cuadro n.° 4): el segundo trimestre de 1984 y primer trimestre de 1985.

En el primero de ellos, la desaparición de los CRM produjo una espectacular caída de las operaciones «dobles», sin duda derivada de que el mercado necesitó un período de adaptación al nuevo activo monetario, los

pagarés del Tesoro, amén de que el compromiso asumido por las entidades de invertir un 10 por 100 de sus pasivos computables en estos activos implicó que, inicialmente, estos títulos no se utilizasen para instrumentar los apoyos interbancarios.

En el primer trimestre de 1985 el volumen de negocio del mercado interbancario descendió debido a que los excedentes de liquidez de las entidades se destinaron a la adquisición de pagarés del Tesoro (cuadro n.° 3), lo que se relaciona con la emisión de estos pagarés en subasta especial el 29 de enero de 1985 para renovar los vencimientos de estos títulos que habían sido emitidos un año antes de sustituir a los CRMs. Esta subasta especial se realizó a tipos ligeramente superiores a los ordinay por ello era especialmente atractiva para las entidades.

Pero, independientemente de estos episodios, se observa un creciente desarrollo del mercado interbancario (cuadro n.° 4), por lo que la evolución de sus tipos de interés es importante para estudiar la cuenta de resultados. Por ello, observando las cifras del cuadro n.° 4, se puede afirmar que los productos de las cajas de ahorros son más sensibles a la variación de los tipos interbancarios —y, como contrapunto, según veremos en el siguiente apartado, en la banca son los costes los más sensibles. Los tipos de interés en estos mercados disminuyeron durante 1985, reflejando la falta de tensiones fuertes en el control de las magnitudes monetarias.

En tercer lugar nos ocuparemos del mercado de financiación de inversiones obligatorias, de mucha menor importancia cuantitativa, pero que en 1985, debido a las novedades introducidas en los coeficientes obligatorios, ha experimentado notables cambios. Los fondos netos prestados por las cajas a los bancos han aumentado casi cien mil millones de pesetas debido básicamente a dos causas.

La citada reforma, en febrero de 1985, obligaba a las cajas de ahorros a aumentar el tramo de cédulas para inversiones del 3,25 al 8,5 por 100, mientras que a los bancos se les reducía del 13,5 al 8,5 por 100; variaciones que deberían realizarse con un período de adaptación de cinco años. Esto unido al fuerte crecimiento de los pasivos computables en las primeras (19,5 por 100 en 1985) y al virtual estancamiento de los segundos (—0,8 por 100), acarreó un exceso de cédulas para inversiones en los bancos que canalizaron hacia las cajas. Este tramo justifica 46 mil millones del aumento mencionado anteriormente.

Por otro lado, el citado aumento de los pasivos computables de las cajas les obligaba a aumentar los activos computables en el coeficiente de préstamos de regulación especial. Esto, junto con las expectativas de un descenso en el coeficiente como consecuencia de la Ley 13/1985, que determinaba que todas las entidades de depósito deberían tener un tratamiento homogéneo y con el consenso existente acerca de las distorsiones que suponen las inversiones obligatorias para la asignación

CUADRO N.° 4

EVOLUCION DE LAS INVERSIONES INTERBANCARIAS (DEPOSITO Y DOBLES)

	Banca privada			*Cajas de ahorro*			*Banca + Cajas*		
	Balance medio (a) (m.m.) (1)	*Saldo medio inversiones interbancar. (m.m.) (b) (2)*	*(2)/(1) × 100*	*Balance medio (a) (m.m.) (3)*	*Saldo medio inversiones interbancar. (m.m.) (b) (4)*	*(4)/(3) × 100*	*Balance medio (a) (m.m.) (5)*	*Saldo medio inversiones interbancar. (m.m.) (b) (6)*	*(6)/(5) × 100*
1984 1.er trim.	19.833,0	717,2	3,6	8.295,5	332,0	4,0	28.128,5	1.049,2	3,7
2.° trim.	20.451,1	598,5	2,9	8.699,5	332,4	3,8	29.150,6	930,9	3,2
3.er trim.	22.170,0	859,9	3,9	9.165,0	426,5	4,7	31.335,0	1.286,4	4,1
4.° trim.	24.059,1	812,3	3,4	9.577,5	416,0	4,3	33.636,6	1.228,3	3,7
1985 1.er trim.	24.798,7	604,2	2,4	10.242,6	373,8	3,6	35.041,3	978,0	2,8
2.° trim.	25.460,8	738,2	2,9	10.756,4	459,4	4,3	36.217,3	1.197,6	3,3
3.er trim.	25.499,2	807,3	3,2	11.134,7	626,9	5,6	36.633,9	1.434,2	3,9
4.° trim.	26.203,0	957,4	3,7	11.531,8	791,6	6,9	37.734,8	1.749,0	4,6

(a) Medias de datos a fin de mes. Obtenido del *Boletín Estadístico del Banco de España* por lo que no incluye sucursales en el extranjero.
(b) Medias de cifras diarias.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España. Elaboración propia.

CUADRO N.º 5

REMUNERACION DE LOS ACTIVOS DE CAJA

Fecha de entrada en vigor	Coeficiente de caja: Total	Coeficiente de caja: Tramo remunerado	Tipo de interés del tramo remunerado	Tipo medio de interés, suponiendo un 2,5% de liquidez técnica sin remuneración
17-1-84	20	15	13,50	11,57
1-2-84	18	13	13,50	11,32
4-7-84	18	13	12,50	10,48
24-10-84	18	13	12,375	10,38
23-11-84	18	13	12,25	10,27
16-10-85	18	15,5	10,00	10,00
24-2-86	18	15,5	9,00	9,00
4-6-86	18	15,5	8,50	8,50
4-8-86	18	15,5	8,00	8,00
PROMEMORIA				
Media año 84 (*)				10,86
Media año 85				10,21

(*) Esta media se ha realizado considerando sólo desde la entrada en vigor del nuevo coeficiente de caja (17-1-1984).
Fuente: Elaboración propia.

de recursos, llevó a que una parte se cubriese a través de la financiación a bancos con las únicas inversiones que se podían cruzar con estas entidades: el crédito a la exportación.

Los tipos de interés del mercado de financiación de inversiones obligatorias experimentaron un ligero aumento con excepciones en algunos tramos. En principio el aumento de estos tipos de interés debería tener un techo derivado del tipo de rentabilidad de las inversiones obligatorias y, por lo tanto, si se han elevado es porque la rentabilidad de esas inversiones también lo ha hecho. Pero sin dejar de ser esto cierto, existen otras motivaciones que pueden incidir en esos tipos. Así, la financiación de las cajas a los bancos para el tramo de cédulas se realizó en 1985 a un tipo medio (7,49 por 100, superando en algún mes el 9 por 100) superior al tipo de rentabilidad de estos títulos (7,38 por 100), lo que es razonable si se considera que, partiendo de una situación en la que los bancos tienen exceso de cédulas, les interesará cederlas siempre que consigan fondos a un tipo inferior al de los depósitos interbancarios.

Por lo tanto parece razonable que el tipo de interés de este mercado estuviese ligado y próximo al de los préstamos interbancarios, hecho que salvo raras excepciones dista mucho de ser cierto, probablemente debido a que la oferta limitada de activos computables permite a las entidades poseedoras de ellos presionar a la baja los tipos.

Por último, mencionaremos los activos líquidos computables en el coeficiente de caja. Parece poco apropiado incluir este tema dentro de un apartado dedicado a los mercados monetarios, dado que el nivel y la remuneración de estos activos están regulados administrativamente. Sin embargo, considerando que al parecer dicha remuneración (6) está ligada a la evolución de aquellos mercados hemos preferido incluirlo aquí. Efectivamente, la remuneración del coeficiente de caja ha descendido siguiendo la tónica general de los mercados monetarios, aunque hay que destacar que el tipo medio en 1985 ha caído frente a 1984 tan sólo en 0,65 puntos si se comparan medias anuales y 0,27 puntos si se hace diciembre sobre diciembre (cuadro n.º 5), mientras que los tipos de los pagarés del Tesoro y del mercado interbancario cayeron en los mismos doce meses en más de dos puntos.

Mercado crediticio

La nota más destacable de la evolución de la financiación del sector de empresas no financieras y familias es su escaso dinamismo en los dos últimos ejercicios, a pesar de los fuertes descensos de los tipos de interés que se producen en 1984 y, especialmente, 1985.

Sin embargo, a pesar de que

CUADRO N.° 6

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LA VARIACION EN LA FINANCIACION DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS POR INSTRUMENTOS DE FINANCIACION

	1983	*1984*	*1985*
Crédito de la banca privada (a)	25,1	6,9	42,1
Crédito de las cajas de ahorros	26,9	8,6	17,1
Bancos + Cajas	52,0	15,5	59,2
Crédito de otras instituciones financieras	13,4	11,6	14,7
Pagarés de empresa	3,4	15,7	−1,8
Renta fija	5,4	16,2	12,4
Renta variable	13,3	19,5	25,2
Financiación de las administraciones públicas	1,3	3,8	0,9
Financiación del sector exterior	11,3	17,7	−10,6
PROMEMORIA			
Total (m.m.) (b)	2.381	2.036	2.212

(a) Incluye las letras endosadas.
(b) Sin considerar los importes no clasificados.
Nota: No se han considerado los pasivos del INI asumidos por el Estado ni la operación Rumasa.
Fuente: Informe anual del Banco de España (1985). Elaboración propia.

la caída de los tipos de interés no se tradujo en un aumento de esta financiación, si se aprecia un fuerte cambio en las vías para obtenerla en función de los tipos relativos de estos mercados, lo cual no excluye otras circunstancias no menos relevantes —aspectos fiscales principalmente.

La variación del crédito bancario responde a estos cambios en las vías de financiación utilizadas por el sector privado. El crédito nuevo concedido por bancos y cajas a las empresas no financieras y familias en 1983, 1984 y 1985 representó el 52, 15,5 y 59,2 por 100, de la variación de la financiación de este sector, respectivamente (cuadro n.° 6). Estas enormes oscilaciones suponen, en principio, una gran capacidad de adaptación de las empresas a las condiciones imperantes en los mercados financieros, pero no hay que olvidar el papel jugado por las instituciones financieras que claramente han optado en los dos últimos ejercicios por desempeñar una importante labor de desintermediación. Dada la importancia de estas oscilaciones a continuación se analizan las causas que las han motivado en 1984 y 1985.

En 1984 la causa principal de la caída del crédito bancario fue la sustitución por parte de las empresas de esta financiación por la emisión de pagarés de empresa y títulos de renta fija. Los primeros comenzaron a emitirse en 1983 y alcanzaron su máxima expansión en 1984, al amparo de la opacidad fiscal y la ausencia de retenciones que permitía a las empresas financiarse a tipos ligeramente superiores a los de los pagarés del Tesoro.

Los títulos de renta fija también gozaban de ventajas fiscales (7) que se traducían en rentabilidad para el suscriptor, pero no en coste para el emisor, y además en 1984, por primera vez en muchos años, las expectativas sobre el tipo de interés eran bajistas, por lo que empezaron a colocarse mejor los activos a largo plazo en general y estos títulos en particular.

En 1985 la recuperación del crédito bancario vino motivada principalmente por la caída de los pagarés de empresa y por la evolución del sector exterior, que pasaron de representar el 32 por 100 de la variación de los pasivos financieros de las empresas no financieras y familias en 1984 a representar un −12 por 100 en 1985.

Las causas básicas de este descenso fueron, por un lado, el reiterado cambio en la fiscalidad de los activos financieros que encarecía notablemente la financiación vía pagarés de empresa y, por otro, la disminución del recurso a la financiación exterior, que se sustituye por crédito en pesetas, derivada de múltiples causas entre las que, sin duda, han jugado un papel relevante las expectativas de caída a largo plazo de los tipos de interés interiores, amén de que la fuerte subida del dólar provocó la reticencia de las empresas a

asumir riesgos de cambio en su endeudamiento.

Un aspecto relevante que no se ha tratado, por su menor importancia en la explicación de la evolución del crédito bancario, es el constante aumento en los últimos años de los recursos captados por las empresas mediante ampliaciones de capital (cuadro n.° 6), en lo que, sin duda, ha tenido especial significación el aumento de las cotizaciones bursátiles.

Las protagonistas del proceso de desintermediación, las grandes empresas, que probablemente son las que tienen la mayor parte de los créditos a tipos de interés variable, son las que han visto reducirse fuertemente el coste de su financiación. Sin embargo, los clientes de activo al por menor también se han beneficiado de la caída de los tipos gracias a la competencia entre entidades. En efecto, este descenso coincide con el momento en que a estas entidades les comenzaron a escasear las alternativas de inversión, por lo que aumentaron notablemente su cartera de pagarés del Tesoro (cuadro n.° 3) y continuó a lo largo de 1985, con la única salvedad del tercer trimestre de 1985 en la banca (cuadro n.° 7).

Debe notarse, como veremos en el capítulo siguiente, que este episodio aparentemente anómalo del tercer trimestre se produce inmediatamente después de la entrada en vigor de la repetida Ley 14/1985, y coincide con el freno de la caída de los dos tipos de interés de las imposiciones de la banca.

Otro aspecto relevante es la evolución de los tipos aplicados en las operaciones a tipo variable. Si se considera representativo el tipo de referencia de la banca extranjera, su tipo de interés ha caído notablemente —siguiendo el comportamiento del mercado interbancario— alterándose su posición relativa respecto a los créditos y préstamos a más de tres años (cuadro n.° 9). Esto ha llevado a las empresas a demandar en mayor medida estas operaciones, que en la banca han pasado de representar el 12 por 100 del crédito al sector privado a finales de 1983 a representar un 15 por 100 en 1984 y un 17 por 100 en 1985.

Hay que destacar que todo el análisis de los mercados crediticios se ha realizado conjuntamente para bancos y cajas; y aunque con mayor o menor intensidad todos los fenómenos descritos se han presentado en ambos grupos de entidades, la evolución del crédito en las cajas ha tenido un comportamiento más moderado. Esto se debe a que en éstas la financiación a personas físicas representa en torno al 40 por 100 de sus inversiones crediticias, mientras que en aquéllos tan sólo supone un 21 por 100; y, por contra, las grandes empresas suponen menos del 8 por 100 en las cajas y casi el 20 por 100 en los bancos. Por ello los bancos han sido más

CUADRO N.° 7

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES APLICADOS A NUEVAS OPERACIONES DE DESCUENTO COMERCIAL, PRESTAMOS Y CREDITOS

	Banca privada					*Cajas de ahorros (a)*			
	Hasta 3 meses	*De un año a menos de tres*	*Superior a tres años*	*Media*	*Bca. extranjera tipo variable de referencia*	*Hasta 3 meses*	*De un año a menos de tres*	*Superior a tres años*	*Media*
1983	16,06	17,66	17,59	17,10	21,59	17,54	16,85	17,27	17,22
1984	16,26	18,04	17,65	17,32	16,57	16,26	17,29	16,67	16,74
1985	14,72	16,81	16,64	16,05	13,52	15,19	16,36	16,18	15,91
1.er trim. 1984	16,48	18,19	18,01	17,56	20,00	16,86	17,35	16,85	17,02
2.° trim. 1984	16,49	18,22	18,01	17,57	17,23	16,52	17,42	16,76	16,90
3.er trim. 1984	16,26	18,18	17,58	17,34	15,04	15,64	17,29	16,83	16,59
4.° trim. 1984	15,81	17,57	17,00	16,79	14,03	16,00	17,11	16,24	16,45
1.er trim. 1985	15,32	17,28	16,70	16,43	13,67	15,75	16,85	16,23	16,28
2.° trim. 1985	14,82	16,81	16,52	16,05	14,02	15,52	16,35	16,41	16,10
3.er trim. 1985	14,77	16,88	17,09	16,25	14,34	15,38	16,43	16,28	16,03
4.° trim. 1985	13,95	16,27	16,24	15,48	12,04	14,10	15,80	15,79	15,23

(a) No se incluyen los tipos del descuento comercial por su escasa importancia en el negocio de estas entidades.
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España. Elaboración propia.

CUADRO N.° 8

INVERSIONES, PRODUCTOS FINANCIEROS Y RENTABILIDADES MEDIAS

	1983				1984				1985			
	Inversión media (m.m.)	*Peso (%)*	*Productos (m.m.)*	*Rentabilid. (%)*	*Inversión media (m.m.)*	*Peso (%)*	*Productos (m.m.)*	*Rentabilid. (%)*	*Inversión media (m.m.)*	*Peso (%)*	*Productos (m.m.)*	*Rentabilid. (%)*
BANCA PRIVADA												
Acts. financs. rentables (pts.)	14.312	77,1	1.946	13,60	16.865	77,8	2.232	13,23	19.290	79,0	2.355	12,21
B.E. y activos monetarios	1.767	9,5	193	10,93	2.819	13,0	326	11,56	3.816	15,6	406	10,61
Apoyos interbancarios ...	1.191	6,4	124	10,41	2.255	10,4	243	10,78	2.632	10,8	262	9,96
Inversión crediticia	9.667	52,1	1.519	15,73	9.583	44,2	1.512	15,76	10.211	41,8	1.487	14,58
Cartera de valores	1.687	9,1	110	6,52	2.208	10,2	151	6,84	2.631	10,8	200	7,60
Acts. financs. rentables (m.e.)	4.248	22,9	454	10,69	4.815	22,2	525	10,90	5.132	21,0	472	9,20
Apoyos interbancarios ...	2521	13,6	263	10,43	2.866	13,2	311	10,85	3.263	13,4	296	9,07
Créditos	1.648	8,1	191	11,06	1.785	8,2	215	11,03	1.684	6,9	176	9,60
Valores	79	0,7			164	0,8			185	0,8		
Total acts. financs. rentables	18.560	100,0	2.400	12,92	21.680	100,0	2.758	12,72	24.422	100,0	2.827	11,58
CAJAS DE AHORROS												
Acts. financs. rentables (pts)	6.538	97,6	844	12,91	8.039	97,2	1.025	12,75	9.536	97,2	1.161	12,18
B.E. y activos monetarios	1.025	15,3	118	11,46	1.894	22,9	222	11,70	2.578	26,3	275	10,66
Apoyos interbancarios ...	597	8,9	80	13,41	716	8,7	74	10,33	1.117	11,4	110	9,85
Inversión crediticia	3.326	49,7	470	14,14	3.751	45,3	537	14,22	4.016	40,9	560	13,94
Cartera de valores	1.590	23,7	176	11,04	1.678	20,3	192	11,65	1.825	18,6	216	11,84
Acts. financs. rentables (m.e.)	161	2,4	13	8,09	236	2,8	23	9,76	277	2,8	22	7,95
Total acts. financs. rentables	6.699	100,0	857	12,79	8.275	100,0	1.048	12,66	9.813	100,0	1.183	12,05

Fuente: Boletín Económico del Banco de España (Marzo 1986). Elaboración propia.

sensibles al proceso de sustitución de fuentes de financiación, ya que, naturalmente, los protagonistas de este proceso han sido las grandes empresas, que, amén de tener una gestión más dinámica, pueden acudir a financiarse directamente entre el público gracias a la solvencia avalada por su tamaño.

Evolución de los productos financieros

Para estudiar los productos financieros y su relación con las inversiones medias se ha elaborado el cuadro n.° 8, donde se recogen aquellos ingresos y sus correspondientes activos rentables agrupados en grandes agregados acotados por la información disponible.

Antes de comenzar este análisis conviene comentar la operación de reprivatización de los bancos de Rumasa. En términos generales esta operación puede resumirse de la siguiente manera: se emitieron 440 mil millones de pesetas de deuda pública al 9,5 por 100, que sirvió para inyectar liquidez a los bancos de Rumasa a cambio, básicamente, de adquirir créditos dudosos (382 mil millones). Con estos recursos dichos bancos realizaron depósitos al 13,5 por 100 en los bancos suscriptores de la citada deuda.

Todo ello altera las cifras medias, tanto de 1984 como de 1985, ya que esta operación tuvo lugar a mediados de 1984, y afecta a los apoyos interbancarios, inversión crediticia y a la cartera de valores. Sin embargo, si se estima el balance de las entidades para el caso de que no se hubiese realizado la operación descrita se observa que la evolución de los *ratios* medios presenta las mismas características.

Hecha esta salvedad pasaremos a analizar los agregados en que hemos dividido los activos financieros rentables. En primer lugar, nos ocuparemos de las inversiones en Banco de España, derivadas del coeficiente de caja, y en pagarés del Tesoro. Lo más destacable de estos activos es su notable crecimiento —más que duplicándose en los dos últimos ejercicios.

Este incremento recoge, por un lado, el aumento de la cartera de pagarés del Tesoro adquiridos en firme independientemente de que estén cedidos o no y, por otro, el fuerte aumento de los depósitos en el Banco de España en 1984 debido a la implantación del nuevo coefi-

ciente de caja; si bien una parte importante del crecimiento de estos depósitos sólo supone la transformación de los extinguidos certificados de regulación monetaria en depósitos.

En 1985 estos activos han crecido en consonancia con los recursos ajenos, ya que el coeficiente de caja no se ha alterado. Así, en la banca el crecimiento ha sido nulo, al no estar sometidas a coeficiente las cesiones temporales de pagarés del Tesoro al sector privado, principal fuente de fondos de estas entidades durante el último ejercicio. En las cajas, por contra, aumentaron, al mantenerse muy vivas las vías tradicionales de captación de recursos.

La caída de la rentabilidad media recoge el descenso de los tipos de interés de los activos monetarios y, en menor medida, de la remuneración del coeficiente de caja, ya que la remuneración media, como ya se ha dicho, ha descendido tan sólo en torno a 0,6 puntos en 1985.

En segundo lugar nos referiremos a los apoyos interbancarios en pesetas que abarcan todo tipo de activos de los bancos y las cajas de ahorros con las demás entidades de depósito nacionales y extranjeras (incluidos los apoyos de los bancos y las cajas entre sí) y con otros intermediarios financieros. Por ello este conjunto incluye los depósitos interbancarios, las operaciones de adquisiciones temporales de activos a intermediarios financieros y la financiación de inversiones obligatorias, pero además, comprende todo el resto de saldos interbancarios como las cuentas mutuas por operaciones de corresponsalía, los préstamos cruzados derivados de la operación de reprivatización de los bancos de Rumasa, etcétera (8).

Destaca el aumento de la importancia del conjunto de apoyos interbancarios dentro del activo de las entidades de depósito. Considerando conjuntamente bancos y cajas, los apoyos interbancarios en pesetas han pasado de representar el 7 por 100 de los activos financieros rentables en 1983 a representar el 10 por 100 en 1984 y el 11 por 100 en 1985; aumentos que aunque se ven afectados por la «operación Rumasa» siguen produciéndose si ésta se descuenta.

Sin embargo, las inversiones interbancarias han evolucionado de distinta forma y, como es lógico, en sentido complementario entre bancos y cajas. Así, mientras que en 1984 fueron los bancos los que aumentaron fuertemente estas inversiones, en 1985 ocurrió lo contrario, pasando las cajas a desviar fuertes recursos hacia los bancos. Esto está relacionado con la escasez de demanda de crédito con que se enfrentaron los bancos en 1984; por contra, en 1985 fueron las cajas las que procedieron a incrementar fuertemente su financiación a los bancos al recuperarse dicha demanda. Volveremos sobre esto al estudiar los costes financieros, que constituyen la otra cara de la moneda.

Es de destacar el aumento de la rentabilidad media de los activos interbancarios en 1984 en bancos (si no se considera la operación Rumasa también aumenta, pero en menor medida) que contrasta con la fuerte reducción experimentada por los tipos de los depósitos interbancarios (más de cinco puntos). La explicación de esta aparente contradicción probablemente hay que buscarla en la evolución de las otras cuentas interbancarias, que en muchas ocasiones no responden a préstamos reales, sino a saldos pendientes entre entidades como operaciones de corresponsalía y que tienen, por tanto, una rentabilidad media reducida. Por lo tanto, si estos saldos se han reducido, la rentabilidad del conjunto habrá aumentado al perder peso los menos rentables, aunque también puede haber sucedido que la rentabilidad de estos saldos haya aumentado, o bien ambos efectos se hayan sumado —sin embargo, la falta de información al respecto no permite contrastar este juicio.

Por contra, en las cajas sí se observa en 1984 una evolución de la rentabilidad media paralela a la de los tipos de los mercados monetarios. Lo mismo sucede en bancos y en cajas en 1985, cuando se aprecia una caída de casi un punto en los primeros y medio punto en las segundas.

En tercer lugar nos referiremos a las inversiones crediticias en pesetas, cuyo peso dentro del negocio bancario ha descendido significativamente tanto en bancos como en cajas, lo que ha contribuido a reducir la rentabilidad media de los activos financieros, ya que la inversión crediticia goza de una rentabilidad muy superior al resto. Esta evolución deriva básicamente del comportamiento ya comentado de las empresas no financieras y de las familias en la captación de recursos.

En el último ejercicio se produjo un importante descenso de la rentabilidad de las inversiones crediticias, más acentuado en bancos; sin embargo, en 1984 se estabilizó respecto al ejercicio anterior. Obviamente este comportamiento es el reflejo de la

CUADRO N.° 9

TIPOS DE INTERES Y RENTABILIDADES MEDIAS

	1983	*1984*	*1985*
BANCA PRIVADA			
Tipos de interés aplicados a operaciones nuevas			
1. Descuento comercial (a)	16,80	17,04	15,82
2. Préstamos y créditos (b)	17,41	17,59	16,29
3. Efectos y préstamos [(1) + (2)]/2	17,11	17,32	16,06
4. Tipo variable de referencia (banca extranjera)	21,59	16,57	13,52
Rentabilidades medias			
5. Inversión crediticia sin morosos	16,51	16,59	15,32
6. Total inversión crediticia	15,73	15,76	14,58
Diferencias			
(3)—(5)	0,60	0,73	0,74
(3)—(6)	1,38	1,56	1,48
(5)—(6)	0,78	0,83	0,74
CAJAS DE AHORROS			
Tipos de interés aplicados a operaciones nuevas			
1. Préstamos y créditos	17,20	16,77	16,11
Rentabilidades medias			
2. Inversión crediticia sin morosos	14,50	14,84	14,62
3. Total inversión crediticia	14,14	14,22	13,94
Diferencias			
(1) — (2)	2,70	1,93	1,49
(1) — (3)	3,06	2,55	2,17
(2) — (3)	0,36	0,62	0,68

(a) Media aritmética de los practicados mensualmente en las operaciones hasta tres meses, de un año a menos de 3 y tres años o más.
(b) Media de las operaciones hasta tres meses, de un año o menos de tres, tres años o más.
Fuente: Boletines Estadístico y *Económico* del Banco de España. Elaboración propia.

evolución de los tipos aplicados por las entidades en sus operaciones de crédito, que empezaron a reducirse a mediados de 1984 después de un crecimiento prácticamente continuo, por lo que en cifras medias los tipos aplicados en dicho año fueron en general superiores a los del ejercicio anterior.

Un aspecto destacable es la diferencia entre los tipos aplicados a las nuevas operaciones libres y las rentabilidades medias de la cartera de inversiones de las entidades (cuadro n.° 9). Las diferencias entre unos y otros se deben básicamente a que las rentabilidades engloban un conjunto más amplio que el estricto de las operaciones libres a tipo fijo, amén de las diferencias existentes entre tipos marginales y medios. En efecto, el conjunto de inversiones crediticias del cuadro n.° 8 recoge también las financiaciones privilegiadas instrumentadas en efectos o créditos, los activos morosos cuyos intereses no pueden periodificarse y los créditos a tipo variable; todos ellos con rentabilidades inferiores a las de las inversiones libres.

Las diferencias entre los *ratios* elegidos en el cuadro n.° 9 permiten cuantificar los importes que se deben atribuir a algunas de estas causas. Así, la diferencia entre las rentabilidades medias de las inversiones crediticias totales con y sin morosos nos informa de la incidencia de éstos, debiendo significarse la estabilización de este efecto en torno a 0,75 y 0,80 puntos en la banca y el fuerte crecimiento en las cajas en 1984, para situarse a niveles muy parecidos a los de la banca en 1985.

Otra diferencia significativa es la que se observa entre los tipos libres y la rentabilidad de la inversión crediticia sin morosos, que recoge los demás efectos mencionados. La nota más sobresaliente es que esta diferencia alcanza niveles totalmente distintos en bancos que en cajas, lo que sin duda se relaciona con el mayor peso de los créditos computables en estas entidades, aunque probablemente

también se deba a operaciones a largo plazo realizadas antes de 1981, en las que las cajas aplicaban tipos relativamente reducidos (9). Pero la aproximación de los tipos de los créditos computables a los de mercado, y la renovación de operaciones a tipos superiores, están logrando acortar las distancias entre bancos y cajas.

En la evolución de esta diferencia en bancos destaca el fuerte aumento en 1984, para caer ligeramente en 1985, relacionado probablemente con el enorme acortamiento de la diferencia entre los tipos de las operaciones a tipo de interés variable y fijo; en 1983 el tipo de referencia para créditos a tipo variable estaba 4,5 puntos por encima del tipo fijo, mientras que en 1984 estaba 0,75 puntos por debajo (cuadro n.° 9). Por igual motivo, en 1985 se debería haber incrementado la diferencia, aunque hay que considerar la existencia de otros aspectos, también importantes, como el plazo de adaptación de los tipos medios a los marginales y la composición de las nuevas operaciones por plazos (10), que no se han precisado por falta de información suficiente.

En cuarto lugar se han elevado los tipos medios de la cartera de valores en 1985, siendo los únicos activos que se han comportado en este sentido. Esta excepción aparentemente implica una contradicción, ya que el tipo de interés de las emisiones de renta fija descendió en 1985 siguiendo la evolución general, pero la explicación hay que buscarla en factores institucionales, ya que una parte importante de esta cartera de valores está formada por títulos computables en el desaparecido tramo de fondos públicos de la banca y en el coeficiente de fondos públicos de las cajas (en 1985 los títulos computables representaron el 48 por 100 y el 93 por 100 de la cartera de valores media de bancos y cajas, respectivamente). Dichos títulos, con largos períodos de amortización, tienen una rentabilidad media inferior a las nuevas emisiones, por lo que su simple renovación ha acarreado la elevación de la rentabilidad media de la cartera de valores. Por otro lado, los fondos públicos computables —cédulas para inversiones básicamente— han pasado de representar más del 62 por 100 de la cartera de valores en 1983 a tan sólo el referido 48 por 100. Naturalmente la «operación Rumasa» también ha contribuído a ello, aunque si se descuenta el efecto de dicha operación la rentabilidad media en 1985 experimenta igualmente un sensible aumento.

Por último, nos referiremos a los activos financieros rentables en moneda extranjera en la banca (en las cajas no tienen relevancia), cuyas dos principales características son su moderado crecimiento y la caída de la rentabilidad en el último año. En efecto, los activos en moneda extranjera han perdido importancia dentro de los activos rentables totales a pesar de que la cotización media de la peseta ha disminuido en los dos últimos ejercicios. Si al 80 por 100 (11) de los activos en moneda extranjera les aplicamos el índice de cotización de la peseta frente a los DEG, ya que desconocemos la composición por monedas de estos activos, se obtiene un incremento de sólo un 5,5 por 100 en 1984 y de un 1,2 por 100 en 1985.

Atendiendo a los componentes de estos activos (apoyos interbancarios, créditos y valores), en 1985 son los créditos los que experimentaron una caída de casi el 8 por 100, lo que probablemente esté ligado a la tendencia ya comentada de las empresas a reducir su endeudamiento en moneda extranjera cambiándolo por crédito en pesetas.

La rentabilidad media de estos activos ha evolucionado en el mismo sentido que los tipos de interés internacionales. Los tipos medios del dólar (12) en el euromercado aumentaron en 1984 para después descender fuertemente en 1985.

Una vez vistos los grandes agregados en que se descompone la inversión bancaria, trataremos brevemente la evolución de todos los activos financieros rentables y sus productos. Lógicamente la rentabilidad media del conjunto total ha disminuido tanto en cajas como en bancos, aunque más en los segundos, recogiendo la caída de los tipos de interés de todos los mercados y el corrimiento de la estructura de activos hacia aquellos menos rentables.

Para tratar de cuantificar la importancia de ambos efectos se ha elaborado el cuadro número 10, donde se descompone la caída de la rentabilidad total por cada clase de activo y, dentro de ellos, la incidencia derivada de la variación en las rentabilidades medias, del peso de cada uno de ellos y del efecto de las dos variaciones.

Dicho de otra forma, si tenemos:

a = Peso del activo financiero «A» en el total activos financieros rentables (AFT)

r = Rentabilidad media del activo financiero «A»

CUADRO N.° 10

ANALISIS CAUSAL DE LA VARIACION EN LA RENTABILIDAD MEDIA DE LOS ACTIVOS

	Por variación en las rentabilidades medias	*Por variación en la estructura de los activos*	*Por el efecto conjunto*
BANCA PRIVADA			
Activos financieros rentables en pesetas			
B.E. y activos monetarios	−0,12	+0,30	−0,03
Apoyos interbancarios	−0,09	+0,04	—
Inversión crediticia	−0,52	−0,38	+0,03
Cartera de valores	+0,08	+0,04	—
Activos financieros rentables en m.e.			
Apoyos interbancarios	−0,24	+0,02	—
Créditos y valores	−0,13	−0,16	+0,02
Totales (1)	−1,02	−0,14	+0,02
Peso de (1) en la variación de la rentabilidad de los activos financieros rentables (−1,14)	89,5	12,3	−1,8
CAJAS DE AHORROS			
Activos financieros rentables en pesetas			
B.E. y activos monetarios	−0,24	+0,39	−0,04
Apoyos interbancarios	−0,04	+0,28	−0,01
Inversión crediticia	−0,13	−0,63	+0,01
Cartera de valores	+0,04	−0,19	—
Activos financieros rentables en m.e.	−0,05	—	—
Totales (1)	−0,42	−0,15	−0,04
Peso de (1) en la variación de la rentabilidad de los activos financieros rentables (−0,61)	68,9	24,6	6,6

Fuente: Elaboración propia a partir del cuadro n.° 8.

y ponemos sufijos para señalar los años 1 y 2, tendremos:

—Variación en la rentabilidad de los AFT totales derivada del cambio en r:

$(r_2 - r_1) \times a_1$

—Variación en la rentabilidad de los AFT derivada del cambio en la estructura de éstos:

$(a_2 - a_1) \times r_1$

—Variación por efectos conjuntos:

$(a_2 - a_1) \times (r_2 - r_1)$

Hay que señalar que este último factor no se ha agregado a ninguno de los dos anteriores, ya que como ha quedado patente al analizar los mercados financieros, los tipos de interés inciden en el crecimiento de cada uno de los activos y la variación en la demanda de financiación afecta a su vez a los tipos de interés.

El principal factor que ha motivado la caída de la rentabilidad de los activos financieros ha sido el descenso de los tipos medios, mientras que el cambio en la estructura de aquéllos, si bien también ha actuado negativamente, se sitúa en un lugar muy secundario. Pero hay que destacar que estos hechos se han presentado con distinta intensidad en bancos y en cajas, ya que en las segundas, al haber caído en mayor medida el peso de las inversiones crediticias en pesetas, el segundo factor supone casi la cuarta parte del descenso en la rentabilidad de los activos financieros. Por otro lado, la reducción de la rentabilidad media de las inversiones crediticias en pesetas en los bancos ha sido cuatro veces superior que en las cajas por las razones ya señaladas.

Otro aspecto sobresaliente es que en 1985 los bancos han pasado a presentar una rentabilidad media total claramente inferior a las cajas, debido exclusivamente al distinto peso de los activos en moneda extranjera en unas y otras entidades, ya que si sólo consideramos las inversiones en pesetas, se observa una igualdad casi absoluta, pese a las ostensibles diferencias en su estructura de inversiones y en las rentabilidades medias de los créditos y de la cartera de valores.

A este respecto, hay que señalar que es precisamente esta última diferencia (rentabilidad de la cartera de valores) lo que contrapesa en las cajas una estructura más sesgada hacia activos menos rentables (interbancarios, Banco de España y activos monetarios), presentando las cuentas de resultados de estas entidades una mayor sensibilidad hacia la evolución de los precios en los mercados monetarios.

LOS COSTES FINANCIEROS

Evolución de los recursos ajenos

La evolución de los costes financieros de bancos y cajas de ahorro en 1985 presenta las mismas características que la de los productos financieros: su escaso crecimiento, el menor de los últimos diez años; igualmente, esta situación es más extrema en el caso de la banca. La causa básica de esta evolución es, también, la disminución generalizada de los tipos de interés que en la mayoría de los casos comienza un año antes, pero tiene todo su impacto en 1985.

A continuación estudiaremos el mercado de depósitos interbancarios y el de recursos de clientes en pesetas. De éstos el más importante y, en este caso, también el más interesante, es el segundo, por lo que le dedicaremos mayor atención.

El mercado de depósitos interbancarios

A comienzos de 1984 los flujos interbancarios se ven alterados tanto en bancos como en cajas de ahorro, coincidiendo con la entrada en vigor del nuevo coeficiente de caja y del compromiso de la mayoría de las entidades de invertir hasta un 10 por 100 de sus pasivos computables en pagarés del Tesoro, que posteriormente se recogería formalmente en el coeficiente de deuda a medio y largo plazo. Estas alteraciones se traducen en un descenso espectacular del saldo neto de las cajas —que son prestadoras netas de fondos; en el conjunto de la banca el efecto es menor y contrario, reduciéndose su endeudamiento neto.

Los pasivos interbancarios de las cajas de ahorro aumentan durante todo 1984 para luego caer radicalmente en 1985, estancándose a lo largo de ese año, aunque el nivel absoluto y relativo alcanzado, que es lo que en definitiva importa al analizar los costes financieros, nunca bajará a los niveles que regían antes de 1984. Ese aumento implica que, al igual que sucedía con las inversiones y los productos, los costes financieros de las cajas son ahora más sensibles que antes a la evolución de los tipos de interés interbancarios, pero mucho menos que los de la banca.

En ésta, por el contrario, los pasivos interbancarios son muy constantes hasta el primer trimestre de 1985, inclusive, ya que las variaciones anteriores responden en gran medida a la reasignación de fondos entre los propios bancos.

A partir del primer trimestre de 1985 el panorama cambia completamenate: entre esa fecha y finales del mismo año los pasivos interbancarios de los bancos se eleva a una media de cien mil millones de pesetas mensuales. Esta evolución es, por supuesto, coherente con el simultáneo incremento de las inversiones interbancarias de las cajas (cuadro n.° 4) y lógicamente afecta a los saldos netos de ambas entidades, aumentando la posición tomadora de la banca y produciendo el proceso inverso en las cajas.

¿Cómo puede explicarse esta evolución? Aunque este tema se trata más adelante, es necesario al menos resumir ahora el proceso subyacente.

En primer lugar, como explicaremos detalladamente más adelante, la promulgación de la Ley 14/1985 provocó el desplazamiento de una proporción muy importante de los fondos colocados en pagarés bancarios, que suponen una genuina captación de recursos ajenos, hacia cesiones temporales de activos (pagarés del Tesoro), que constituyen más bien una labor que casi podríamos denominar de colocación de títulos del sector público al inversor privado.

Por otro lado, durante 1985 se produce el mentado aumento de la demanda de crédito en pesetas del sector privado centrado en aquellos segmentos que son tradicionalmente clientes de la banca y no así, o al menos no en igual medida, de las cajas de ahorros.

Durante un tiempo la banca pudo acomodar esta mayor demanda cediendo los pagarés del Tesoro que tenían en cartera por encima de las necesidades del coeficiente. A medida que este exceso se iba agotando, y en función del dinamismo de la demanda de cesiones por parte del público, la banca se encontraba incapaz de satisfacer dicha demanda crediticia, debiendo recurrir a la financiación en el mercado interbancario y obteniéndola de las cajas de ahorros que, al no haber pasado por el mismo

proceso de desintermediación que la banca, tenía su base de recursos «ordinarios» de clientes prácticamenate intacta, sirviendo, por así decirlo, de «recolectora» de fondos para la banca.

La cuestión es preguntarse por qué las cajas se encontraron con exceso de liquidez en el momento en que se produce esta demanda por parte de la banca. Por el lado del activo parece bastante claramente establecido que estas entidades se enfrentan con una demanda de crédito más estable que la de la banca por las razones explicadas antes. Por el lado del pasivo las cajas de ahorros han ajustado su cartera de pagarés del Tesoro (cuadro n.° 3) para destinar estos fondos a colocaciones más rentables en la banca. De hecho, si olvidamos el episodio de principios de 1984, estas entidades siempre se han caracterizado por su exceso de liquidez y por ser prestamistas netas en el mercado interbancario.

El mercado de recursos de clientes

Antes de entrar en el análisis de este mercado es preciso definir lo que se entiende por recursos de clientes, ya que si bien algunos de sus componentes están muy claros otros distan de estarlo.

Entre aquellos pasivos que deben incluirse sin lugar a dudas encontramos toda clase de depósitos «tradicionales» del sector privado: cuentas corrientes, depósitos de ahorro y depósitos a plazo; y aquellos pasivos negociables emitidos por las propias entidades: certificados de depósito, pagarés bancarios y efectos de propia financiación. También hay que incluir los empréstitos emitidos por las entidades —tomen éstos la forma de bonos de caja o tesorería o de títulos del mercado hipotecario. Por último, aunque sea algo menos claro, pueden incluirse también los efectos endosados o las letras en circulación con endoso bancario —este elemento nos preocupa menos al analizar los dos últimos ejercicios, ya que su auge se produce en 1983 y es muy efímero.

Si los endosos pueden producirnos alguna duda, más notorio es el caso de la cesión de activos —que se concreta en la cesión de pagarés del Tesoro—, ya que es muy discutible su clasificación como «recursos de terceros». Esta es una cuestión tremendamente importante en la medida en que a diciembre de 1985 estas cesiones alcanzaban los 1,1 billones de pesetas en la banca y los 348 mil millones en las cajas de ahorro. Por lo tanto, antes de seguir adelante discutiremos este tema.

En resumidas cuentas, la cuestión es la siguiente: se puede pensar que una cesión de activos constituye una captación de pasivo por parte de la entidad que realiza la cesión o, por el contrario, se puede pensar que sólo se trata de la venta de un activo —o, alternativamente, de una simple labor de colocación entre el cliente y el emisor del activo cedido, a cambio de una comisión.

Siguiendo las normas contables implantadas por el Banco de España, consideraremos las cesiones temporales como recursos captados en base a los siguientes criterios: a) existe una transformación de plazos por la entidad que adquiere el título y que lo cede en la medida en que estas cesiones sean a plazos inferiores a la vida del título; b) si la entidad dispone de un exceso de pagarés del Tesoro en un momento determinado, las cesiones constituirán recursos nuevos de libre disposición y no puede considerarse que la entidad en realidad ha obtenido fondos para adquirir dichos títulos; c) si bien la distinción entre si son recursos captados o ventas de activos no es muy nítida, no cabe la menor duda de que a través de las cesiones de activos existe un proceso de captación de clientes; y d) la información disponible considera que las cesiones temporales son recursos captados y, paralelamente, que su remuneración son costes financieros.

Obviamente algunas de estas consideraciones podrían aplicarse también a las ventas a término de títulos del mercado monetario, que no se consideran recursos ajenos, pero la falta de información acerca de este tema nos obliga a no tenerlas en cuenta.

Por todo esto, y a pesar de las dudas que puedan subsistir, definiremos los recursos de terceros en sentido amplio, incluyendo todos aquellos elementos que hemos mencionado: depósitos, certificados de depósito, efectos de propia financiación, pagarés bancarios, empréstitos, efectos endosados y cesiones temporales de activos.

A lo largo de lo que va de esta década se han producido cambios muy importantes en la estructura del pasivo de bancos y cajas de ahorro (cuadro n.° 11). Este período puede dividirse en tres fases bien diferenciadas.

La primera está caracterizada por un lento proceso de erosión de los recursos baratos de las entidades a medida que su clientela buscaba rentabilizar los fon-

CUADRO N.° 11

EVOLUCION DE LOS RECURSOS DE CLIENTES EN PESETAS
(Estructura porcentual)

	Cuentas corrientes (S. priv.)	*Cuentas de ahorro (S. priv.)*	*Imposiciones y CC.DD. (S. priv.)*	*Efectos y pagarés bancarios (S. priv.)*	*Cesión de activos (S. priv.)*	*Empréstitos*	*Efectos endosados*
BANCA PRIVADA							
1980 Dic.	31,8	16,4	48,4	—	—	3,0	0,4
1981 Dic.	30,4	15,4	49,8	—	—	3,2	1,3
1982 Dic.	26,9	14,2	48,4	4,2	—	3,8	2,6
1983 Dic.	24,7	13,5	41,1	14,9	—	4,4	1,3
1984 Mar.	21,4	12,9	37,7	21,6	1,0	4,6	0,9
Jun.	21,5	12,5	34,9	24,9	1,4	4,4	0,6
Sep.	21,6	12,8	33,7	25,7	1,4	4,4	0,6
Dic.	23,2	12,7	31,5	25,7	1,5	4,7	0,7
1985 Mar.	21,1	12,4	29,5	28,1	3,1	5,2	0,7
Jun.	21,2	12,6	28,2	28,1	4,3	5,0	0,5
Sep.	21,9	12,7	29,0	23,9	7,0	5,1	0,5
Dic.	23,9	12,9	29,8	18,9	8,6	5,2	0,6
CAJAS DE AHORROS							
1980 Dic.	11,5	52,3	36,2	—	—	—	—
1981 Dic.	11,4	49,4	39,1	—	—	—	0,1
1982 Dic.	11,3	46,3	40,6	0,1	—	1,5	0,2
1983 Dic.	11,3	44,6	39,9	0,2	—	3,8	0,2
1984 Mar. .	10,2	42,2	40,7	1,1	1,2	4,5	—
Jun.	10,8	42,0	39,8	1,9	1,4	4,7	—
Sep.	10,7	40,9	38,6	2,8	1,9	5,0	—
Dic.	10,4	40,3	37,2	4,4	2,0	5,8	—
1985 Mar.	9,6	37,9	37,2	7,3	2,2	5,9	—
Jun.	10,0	37,6	36,1	8,0	2,2	6,0	—
Sep.	10,0	37,8	36,2	6,7	3,1	6,2	—
Dic.	10,6	37,8	36,0	4,9	4,0	6,7	—

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España. Elaboración propia.

dos confiados a las entidades, probablemente incentiva, además, por las propias entidades de depósito al competir por la captación de recursos. En ese momento prácticamente la única alternativa a los depósitos a la vista o de ahorro eran las imposiciones a plazo, incluyendo los certificados de depósito.

En esta etapa la normativa de liberalización de los tipos de interés (la Orden Ministerial de 17 de enero de 1981) ha jugado un papel importante facilitando a los ahorradores mayor rentabilidad a costa de menores pérdidas de liquidez, al acortar el plazo de las operaciones pasivas a tipos de interés libres.

Este proceso ha continuado probablemente hasta épocas muy recientes en que todos aquellos clientes que son sensibles a la rentabilidad de sus colocaciones han huido de los recursos de baja o nula remuneración. Entre tanto, además, esta evolución ha convivido con el desplazamiento de las imposiciones a plazo hacia pasivos bancarios genuinamente negociables. De este modo, la búsqueda de rentabilidad de la clientela podía combinarse con un mayor grado de liquidez. Este fenómeno es el que marca la segunda etapa que hemos mencionado, y que va desde principios de 1983 a mediados de 1985.

El cambio de estructura que se produce en este período es muy rápido y consiste básicamente en un desplazamiento de la clientela desde imposiciones a plazo hacia pagarés bancarios y, en el caso de las cajas, también a empréstitos. Los pagarés bancarios, al emitirse a descuento, no estaban sujetos a retención a cuenta del impuesto sobre la renta y 1984 fue el año de su lanzamiento. En la segunda mitad de ese año ya se conocían las li-

neas básicas de lo que sería la nueva normativa de la fiscalidad de los activos financieros; esto es, que sólo estarían exentos de la obligatoriedad de información a Hacienda los pagarés del Tesoro y aquellos activos financieros emitidos a descuento entre julio de 1984 —fecha de publicación del anteproyecto de la Ley— y la promulgación de la misma, o los títulos con retención en origen del 45 por 100.

Esta situación dio un nuevo y considerable empuje a los pagarés bancarios que, en consecuencia, alcanzaron su cifra máxima precisamente en la fecha en que se promulgó la Ley —mayo de 1985—. Asimismo, esta circunstancia dio pie a una renovación anticipada de estos títulos, con el fin de aprovechar al máximo el plazo de un año, que facilitó a las entidades el ajuste a la baja de su coste medio de pasivo.

Así pues, la tercera etapa comienza a mediados de 1985. Dado que éste es el ejercicio que nos interesa analizar en mayor profundidad, notemos de entrada que estará marcado por dos fenómenos de singular importancia pero de muy distintos efectos y contenidos: el desplazamiento señalado de recursos baratos y, sobre todo, imposiciones a plazo, hacia pagarés bancarios durante la primera mitad del ejercicio, y la tendencia a la desaparición de estos pagarés, que son sustituidos por cesiones temporales, y una cierta recuperación de los depósitos en general, durante la segunda mitad del año.

A raíz de los mencionados cambios fiscales de mayo de 1985, las entidades dejan de emitir pagarés bancarios y éstos inician un rápido proceso de desaparición a medida que van amortizándose. Al mismo tiempo la clientela bancaria demanda pagarés del Tesoro que tienen las ventajas fiscales que aquéllos habían perdido coincidiendo, por una parte, con un exceso de inversión en pagarés del Tesoro de las entidades, que estaban excedidas del coeficiente por la escasez de la demanda de crédito del sector privado en 1984 y, por otra, por el repetido repunte de esa misma demanda al año siguiente.

Por lo tanto, las entidades pasaron de financiar al sector público —vía pagarés del Tesoro— a financiar al sector privado y, para ello, obtienen fondos cediendo dichos pagarés. Los clientes, por contra, pasan de financiar al sector privado —vía pagarés de empresa— a financiar al sector público a través de la banca en cuanto la situación fiscal cambia. Sin embargo, los pagarés en exceso del coeficiente que tienen en cartera son insuficientes y tienen que adquirirlos para cederlos en un intento por captar —o mantener— a su clientela.

Así pues, entre mayo y diciembre de 1985 los pagarés bancarios en circulación de bancos y cajas de ahorro descendieron 1,3 y 0,2 billones de pesetas,

CUADRO N.° 12

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LA VARIACION DE ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y FAMILIAS POR CLASES DE ACTIVOS

	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
Efectivo y moneda metálica ..	6,5	6,2	6,4	4,9	5,8	5,8
Depósitos a la vista	14,4	13,5	8,5	5,2	5,8	12,0
Depósitos de ahorro	14,6	14,4	11,6	14,1	8,6	13,3
Subtotal	35,5	34,1	26,5	24,2	20,2	31,2
Depósitos a plazo	46,5	47,7	45,3	42,3	44,8	—2,2
Resto depósitos (a)	1,0	0,6	1,7	5,2	9,6	34,2
Títulos del mercado monet. (b)	1,4	4,0	7,7	10,5	3,5	7,1
Renta fija negociable	5,5	6,0	8,8	11,2	12,7	18,6
Renta variable	6,8	5,4	7,4	4,6	6,3	9,5
Rvas. técnicas de seguros	3,3	2,3	2,6	1,9	2,8	1,6
Promemoria						
Total (m.m.)	2.182	2.406	3.026	3.205	3.414	3.918

(a) Incluye las cesiones temporales de activos.
(b) Sólo incluye los pagarés del Tesoro y de empresa y los efectos endosados.
Fuente: Informe anual del Banco de España, 1985 (Apéndice estadístico). Elaboración propia.

CUADRO N.° 13

TIPOS DE INTERES Y COSTES MEDIOS

	Media de los tipos libres practicados en nuevas operaciones (a) (1)	Ratios de coste medio: Total pasivos onerosos	Acreedores en pesetas y Ctas. Ctes. de ahorro en ptas.	Acreedores a pzo. sup. a 6 meses (2)	Diferencia entre (1) y (2)	Media de los tipos libres practicados en nuevas operaciones (b) (3)	Ratios de coste medio: Total pasivos onerosos	Acreedores en pesetas y Ctas. Ctes. de ahorro en ptas.	Acreedores a pzo. sup. a 6 meses (4)	Diferencia entre (3) y (4)
	BANCA PRIVADA					CAJAS DE AHORROS				
1983 1.er trim.	12,71	9,24	8,29	2,32	12,86	−0,15	11,09	6,68	6,24	2,88	10,85	+0,24
2.° trim.	12,78	9,23	8,24	1,95	12,96	−0,18	11,15	6,78	6,35	2,97	10,85	+0,30
3.er trim.	12,75	9,17	8,26	2,02	12,91	−0,16	11,05	6,79	6,21	2,92	10,71	+0,34
4.° trim.	12,96	9,38	8,25	1,81	12,89	+0,07	11,18	6,92	6,24	2,70	10,83	+0,35
1984 1.er trim.	12,92	9,41	8,51	2,03	12,71	+0,21	11,38	7,06	6,32	2,84	10,83	+0,55
2.° trim.	12,99	9,40	8,50	1,92	12,76	+0,23	11,59	7,16	6,49	2,77	11,15	+0,44
3.er trim.	12,62	9,53	8,62	1,93	12,93	−0,31	11,70	7,16	6,35	2,70	11,02	+0,68
4.° trim.	11,85	9,31	8,38	1,73	12,85	−1,00	11,59	7,27	6,52	2,63	11,10	+0,49
1985 1.er trim.	11,24	8,83	8,05	1,84	12,11	−0,87	11,19	7,17	6,53	2,62	10,93	+0,26
2.° trim.	10,81	8,55	7,59	1,66	11,43	−0,62	10,75	7,09	6,52	2,54	10,89	−0,14
3.er trim.	10,74	8,46	7,29	1,77	11,18	−0,44	10,63	7,05	6,41	2,48	10,85	−0,22
4.° trim.	10,16	8,03	6,98	1,70	11,00	−0,83	9,94	6,83	6,29	2,50	10,86	−0,92

(a) Media aritmética de los tipos de los depósitos entre 6 meses y un año, depósitos entre uno y dos años y CC.DD. entre uno y dos años.

(b) Sólo se han considerado los tipos de los depósitos entre uno y dos años, dada la escasa relevancia de los comprendidos entre 6 meses y 1 año (menos del 5%). Por otro lado se carece de información sobre los tipos de los CC.DD.

Fuente: Boletines Estadístico y Económico del Banco de España.

respectivamente, descenso que continúa hoy a medida que estos títulos se van amortizando.

Esta tendencia a la desaparición de los pagarés bancarios resulta sorprendente, pues coincide con una cierta recuperación de los certificados de depósito a pesar de que ofrecen menor liquidez. Es posible que esto se deba a una política de las entidades bancarias de no emitirlos, pues les resultan más caros en términos de coeficiente de caja. En efecto, en el caso de los pagarés y efectos de propia financiación, dicho coeficiente gira sobre el valor de reembolso, por lo que si se emiten a un año al 10 por 100 el coeficiente de caja aplicado sobre los recursos efectivamente captados será del 19,8 por 100, comparado con el 18 por 100 que tienen que cubrir con un certificado de depósito o una imposición.

Una de las principales razones que explican el distinto comportamiento de la captación de recursos ajenos de bancos y cajas de ahorros es la diferencia existente entre las clientelas de unas y otras entidades. La impresión es que la clientela de las cajas es una clientela al por menor, menos sofisticada y más estable que la de la banca.

Asimismo, son estas características diferenciales de sus clientelas las que permiten explicar por qué las cajas no colocaron importes mayores de pagarés bancarios y por qué, consecuentemente, no se lanzaron a una agresiva política de cesión de pagarés del Tesoro. Y todo ello sin perder recursos ajenos.

En este sentido, las cifras relevantes son ilustrativas: en marzo de 1986 más del 93 por 100 de los depósitos de las cajas de ahorros provienen de las personas físicas, porcentaje que es casi veinte puntos menor en la banca. Por contra, a esa fecha el 17 por 100 de los depositantes de la banca eran empresas no financieras —en las cajas este porcentaje era de un 4 por 100.

Sin embargo, ésta no es una explicación suficiente, ya que hay claras diferencias intragrupos. El grupo de clientes que más cesiones temporales ha demandado ha sido justamente el de las personas físicas, pero no han sido las cajas las que más cesiones han realizado. No hay datos para establecer claramente estas diferencias, ya que al

menos se necesitaría conocer el nivel de renta de una y otra clientela, pero los distintos comportamientos de unas y otras avalan esta hipótesis.

Por último, en el cuadro n.° 12 se presenta un resumen del proceso que venimos estudiando.

Una vez analizada la evolución de los recursos ajenos durante este período, es hora de estudiar el determinante básico de la evolución de los costes financieros en 1985: los tipos de interés de los recursos de clientes.

Hay que destacar tres cuestiones básicas (cuadro n.° 13). La primera es que los tipos de interés pasivos de la banca comienzan a descender desde mediados de 1984, y los de las cajas unos meses más tarde, dando origen a un proceso de caída de los mismos que se prolonga hasta hoy y coincide con la disminución de los tipos de interés activos. La segunda es que desde octubre de 1984 los tipos de interés pasivos de bancos y cajas de ahorros se sitúan al mismo nivel y siguen idéntica evolución. La última es que en los meses inmediatamente siguientes a mayo de 1985 el descenso de los tipos pasivos se frenó, éstos se estabilizaron y sólo retornaron a la senda descendente unos meses después.

Luego de los fuertes ajustes al alza que se producen en los tipos de interés pasivos de bancos y cajas durante 1980 y 1981, se observa una gran estabilidad de los mismos hasta mediados de 1984 en la banca y hasta octubre de ese año en las cajas de ahorros. Es como si las cajas hubieran mantenido el nivel de sus tipos más o menos estable «esperando» que la banca disminuyera los suyos. Y, una vez que ambos coinciden, en los mismos precios, las cajas de ahorro disminuyen sus tipos siguiendo ambos grupos de entidades la misma evolución.

En la banca la explicación básica de la caída de los tipos de interés pasivos entre mediados de 1984 y mediados de 1985 debe buscarse en la evolución de los tipos de interés activos. Como vimos en el capítulo anterior, la banca, que estaba sobreinvertida en pagarés del Tesoro y falta de colocaciones rentables alternativas para sus fondos, sigue una política de abaratamiento de sus créditos con el fin de competir por éstos. Esta disminución de los tipos activos lógicamente llevaría a un estrechamiento del margen financiero si no iba acompañada de una paralela y, según veremos, mayor disminución de sus tipos de interés pasivos. Por otro lado, el tipo de los pagarés del Tesoro, con una trayectoria claramente descendiente, se había convertido en un tipo de referencia que marcaba el grado de desintermediación, por lo que la banca pudo reducir sus tipos siguiendo esa evolución.

Las cajas de ahorros, que se ven menos afectadas por el descenso de la demanda de crédito en 1984 y cuyos tipos activos también se mantienen estables hasta el último trimestre de ese

CUADRO N.° 14

COMPARACION ENTRE LOS TIPOS PASIVOS LIBRES Y LOS TIPOS DE LOS PAGARES DEL TESORO

	Media de los tipos libres practicados en nuevas operaciones		*Tipos de interés de las subastas de PPT (c) (3)*	*(1) — (3)*	*(2) — (3)*
	Banca privada (a) (1)	*Cajas de ahorros (b) (2)*			
1984 1.er trim.	12,92	11,38	15,73	−2,81	−4,35
2.° trim.	12,99	11,59	14,78	−1,79	−3,19
3.er trim.	12,62	11,70	13,81	−1,19	−2,11
4.° trim.	11,85	11,59	13,44	−1,59	−1,85
1985 1.er trim.	11,24	11,19	12,38	−1,14	−1,19
2.° trim.	10,81	10,75	12,01	−1,20	−1,26
3.er trim.	10,74	10,63	11,50	−0,76	−0,87
4.° trim.	10,16	9,94	9,77	+0,39	+0,17

(a) Media aritmética de los tipos de los depósitos entre 6 meses y 1 año, depósitos entre uno y dos años y CC.DD. entre uno y dos años.
(b) Sólo se han considerado los tipos de los depósitos entre uno y dos años, dada la escasa relevancia de los comprendidos entre 6 meses y 1 año. Por otro lado se carece de infomación sobre los tipos de los CC.DD.
(c) Se ha tomado la media de los tipos de interés marginales de las subastas de PP.T. a un año hasta el tercer trimestre de 1984, a partir de dicha fecha se han considerado las subastas a dieciocho meses.
Fuente: Boletines Estadístico y Económico del Banco de España. Elaboración propia.

año, no necesitan bajar sus tipos pasivos, que se encontraban por debajo de los de la banca. Una vez igualados siguen su misma trayectoria, cuestión que resulta coherente con el hecho de que sus clientes se habían conformado con remuneraciones inferiores a las abonadas por la banca, y resultaba irracional que pasaran a tener tipos superiores.

En mayo de 1985 los pagarés del Tesoro adquieren el cuasi monopolio de la opacidad fiscal. Hasta ese momento el tipo de las imposiciones a plazo se había mantenido por debajo del de estos pagarés debido a que el sector público estaba pagando el coste de colocación de unos títulos poco conocidos y para los que no contaba con una red de distribución. A partir de ese momento, el atractivo de los pagarés del Tesoro aumenta y su popularidad también, lanzándose la banca a colocarlos entre el público.

En un primer momento la reacción de bancos y cajas fue mantener constantes, durante tres o cuatro meses, los tipos de interés de sus imposiciones a plazo, frenando de este modo casi un año de disminución ininterrumpida. Esto permitió (cuadro n.° 14) que el último trimestre de 1985 los tipos de interés de las imposiciones a plazo se sitúen por encima de los de las subastas de pagarés del Tesoro por primera vez, cuestión que ha sido posible gracias tanto al freno transitorio en la caída de los tipos pasivos después de mayo y a la ralentización de su descenso posterior, como el fuerte descenso de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro durante todo el período. Esto explica, además, que los tipos de interés pasivos de bancos y cajas de ahorros hayan seguido cayendo después del paréntesis del verano de 1985, ya que el tipo de los pagarés del Tesoro se ha convertido en un tipo de referencia para estas operaciones.

LOS COSTES FINANCIEROS EN LA CUENTA DE RESULTADOS

El análisis de los costes financieros se basará en un cuadro que contiene el mismo tipo de información que el utilizado al analizar los productos financieros (cuadro n.° 15). Sin embargo, a diferencia de ese estudio, en que se repasó cada uno de los componentes de los productos financieros, por la distinta evolución y características de los componentes de los costes financieros, los analizaremos en su conjunto a partir de un objetivo básico: investigar cómo ha afectado la disminución de los tipos de interés a los costes financieros de las entidades.

Sabemos que la característica clave del ejercicio 1985 ha sido la muy importante disminución de todos los tipos de interés pasivos de bancos y cajas de ahorro. Sin embargo, para que esta disminución de los tipos libres de las nuevas operaciones, que son tipos marginales, se traduzca en una disminución de los costes financieros medios totales de las entidades tienen que cumplirse dos condiciones.

La primera es que esas variaciones se trasladen a los costes medios conforme se vayan renovando las operaciones, lo que exigirá un período que estará en función del mayor o menor plazo de los pasivos. La segunda es que no se encarezca significativamente la estructura de los pasivos onerosos —o que dan lugar a costes— de las entidades.

En cuanto a la primera condición, en el cuadro n.° 13 vemos que durante 1983 y 1984 los tipos de interés libres de la banca no han experimentado variaciones muy significativas, pero han venido aumentando desde mediados de 1983 hasta mediados de 1984. Esto hace que los tipos libres se sitúen por encima del coste medio de los depósitos; la moderación de esta tendencia hace que la distancia entre ambos no sea grande. Entre el segundo y tercer trimestre de 1984, sin embargo, la tendencia de esos tipos libres se invierte y comienzan a descender; al mismo tiempo su diferencia con los costes medios se hace negativa, invirtiendo el signo anterior, en la medida en que estos últimos no se adaptan inmediatamente a los primeros. Dado que la caída de tipos libres iniciada en ese momento continúa con más vigor al siguiente trimestre, la diferencia entre tipos libres y costes medios se amplía.

A partir de ese momento dicha diferencia se va estrechando a medida que los segundos se adaptan ayudados, entre otras cuestiones, por la renovación anticipada de pagarés bancarios que hemos analizado en su momento, y por el estancamiento de los tipos en el tercer trimestre de 1985 antes mencionado; posteriormente, cuando éstos continúan descendiendo (cuarto trimestre), la distancia entre los tipos aplicados a las nuevas operaciones y los costes medios vuelve a ampliarse.

Aplicando este mismo razonamiento a los tipos y costes medios de las cajas concluimos que el retardo que se produce en la adaptación del coste medio a la

CUADRO N.° 15

PASIVOS, COSTES FINANCIEROS Y COSTES MEDIOS

	1983				1984				1985			
	Pasivos medios (m.m.)	*Peso (%)*	*Costes (m.m.)*	*Coste medio (%)*	*Pasivos medios (m.m.)*	*Peso (%)*	*Costes (m.m.)*	*Coste medio (%)*	*Pasivos medios (m.m.)*	*Peso (%)*	*Costes (m.m.)*	*Coste medio (%)*
BANCA PRIVADA												
Pvos. finan. onerosos (pts.)	13.537	77,9	1.228	9,07	15.596	78,3	1.436	9,21	17.658	79,4	1.495	8,47
Apoyos interbancarios	2.799	16,1	299	10,68	3.641	18,3	374	10,27	4.605	20,7	462	10,03
Cta. cte. y ahorro (S. priv.)	4.069	23,4	83	2,03	4.157	20,9	79	1,89	4.474	20,1	78	1,74
Imps. y empréstitos (S. priv.)	6.114	35,2	794	12,99	7.117	35,8	922	12,91	7.263	32,7	839	11,55
Otros pasivos ordinarios	555	3,2	52	9,36	681	3,4	61	8,95	1.316	5,9	116	8,82
Pvos. financs. onerosos (m.e.)	3.851	22,1	382	9,92	4.322	21,7	440	10,18	4.579	20,6	387	8,45
Apoyos interbancarios	2.442	14,0	261	10,69	2.678	13,4	281	10,49	2.763	12,5	244	8,75
Recursos de clientes	1.409	8,1	121	8,60	1.644	8,3	159	9,67	1.816	8,2	143	7,82
Total pvos. financs. onerosos	17.388	100,0	1.610	9,26	19.918	100,0	1.876	9,42	22.237	100,0	1.882	8,46
CAJAS DE AHORROS												
Pvos. financs. onerosos (pts.)	6.508	97,7	440	6,76	7.822	97,2	557	7,12	9.138	97,2	642	7,03
Apoyos interbancarios	352	5,3	37	10,52	641	8,0	66	10,30	531	5,7	46	8,66
Cta. cte. y ahorro (S. priv.)	3.212	48,2	92	2,86	3.515	43,7	96	2,73	3.938	41,9	100	2,53
Imps. y empréstitos (S. priv.)	2.508	37,8	273	10,89	3.016	37,5	335	11,11	3.883	41,3	425	10,95
Otros pasivos ordinarios	436	6,5	38	8,72	650	8,1	60	9,23	786	8,4	71	9,04
Pvos. financs. onerosos (m.e.)	153	2,3	12	7,85	226	2,8	20	8,84	265	2,8	20	7,53
Total pvos. financs. onerosos	6.661	100,0	452	6,79	8.048	100,0	577	7,17	9.403	100,0	662	7,04

Fuente: Boletín Económico del Banco de España (marzo 1986) y *Boletines Estadísticos* del Banco de España. Elaboración propia.

variación de los tipos libres es algo mayor que en el caso de la banca. Esta diferencia se debe a que los depósitos a más de dos años son mucho más importantes en las cajas que en la banca y, por lo tanto, a que la renovación de sus pasivos, y el ajuste de sus tipos, es más lenta.

En el cuadro n.° 15 apreciamos que, en efecto, en 1984 se produce una leve reducción del coste medio de las imposiciones a plazo y empréstitos —y de los demás recursos en pesetas— de la banca. Esta disminución es pequeña tanto porque la disminución de los tipos de interés sólo afecta a medio año como por el retraso que hemos visto que se produce en la adaptación de los costes medios a la evolución de los tipos de interés libres.

A diferencia de lo que ocurrió en la banca, donde los tipos de interés libres de las imposiciones a plazo, en medias anuales, disminuyen entre 1983 y 1984, en las cajas de ahorro aumentan y, consecuentemente, también aumentan sus costes medios.

Una vez analizada la conexión entre tipos marginales y medios volvamos nuestra atención a la segunda condición: la estructura de captación de pasivos. En relación con la misma lo sucedido en la banca en 1984 y en las cajas durante el ejercicio siguiente es muy ilustrativo.

Analicemos primero el caso de la banca. Hemos visto que los tipos de interés y costes medios de cada uno de los distintos pasivos en pesetas de la banca disminuyen, si bien no de forma espectacular, entre 1983 y 1984. Sin embargo, tanto el coste medio total de los recursos de clientes en pesetas, como el coste medio total de los pasivos onerosos, también en pesetas, aumentan. La razón de lo primero es que ha habido un fuerte desplazamiento desde recursos baratos —cuentas corrientes y de ahorro— hacia recursos caros —imposiciones a plazo y empréstitos— por las causas mencionadas, que ha tenido un efecto suficientemente encarecedor sobre los costes como para más que contrarrestar la disminución de los tipos de interés —y costes medios.

Si a esto se añade que los pasivos interbancarios de los bancos han pasado de suponer un 20,7 por 100 de sus pasivos onerosos en pesetas en 1983 a suponer un 23,4 por 100 un año más tarde; y que el coste medio de estos apoyos interbancarios estaba un punto y medio por encima del de los recursos de clien-

tes en pesetas, es fácil entender por qué los costes medios totales de los pasivos onerosos en pesetas aumentan a pesar de la caída de los costes medios de sus componentes individuales.

Siguiendo con el estudio de la evolución de los costes financieros de la banca vemos que en 1985 la situación cambia radicalmente. Durante este ejercicio se producen tres fenómenos importantes, dos que juegan a favor de la reducción de los costes financieros y uno que juega en contra.

El primero de los elementos positivos es que la caída de tipos continúa, es más pronunciada que el ejercicio anterior afectando a la totalidad del actual, y es recogida más plenamente por los costes medios.

El segundo elemento positivo es que el cambio en la estructura de la captación de recursos ajenos durante 1985 contribuye, al contrario de lo que sucediera el ejercicio anterior, a abaratar los pasivos de la banca. Esto se debe a las alteraciones que se producen durante la segunda mitad del año a raíz de la nueva fiscalidad de los activos emitidos a descuento, acarreando una muy pronunciada caída de las imposiciones a plazo —pagarés bancarios— que constituyen el pasivo más caro, siendo sustituidos por las cesiones temporales de pagarés del Tesoro. En el cuadro n.° 15 se ve que el coste medio de estas cesiones no alcanzaba el 9 por 100 en 1985, mientras que el de las imposiciones —que incluyen los pagarés de propia financiación— superaba el 11,5 por 100.

El tercer y último elemento que vamos a destacar juega en contra de la disminución de los costes totales al igual que el año anterior: el aumento de los pasivos interbancarios en 1985. En efecto, la conjunción de la recuperación de la demanda de crédito bancario con la escasez de los recursos ajenos de estas entidades las obligó a recurrir al mercado interbancario. Como consecuencia aumentan casi tres puntos los apoyos interbancarios dentro de los pasivos en pesetas. Sin embargo, si bien los tipos y costes medios de las operaciones interbancarias disminuyen durante el ejercicio que comentamos, este empeoramiento en la estructura de los pasivos onerosos totales en pesetas no es suficiente como para contrarrestar los dos efectos positivos antes mencionados por lo que el coste medio de los mismos cae.

Pasemos ahora al análisis de la evolución de las cajas de ahorros. Lo que ha sucedido en estas entidades es distinto y su análisis en 1984 no presenta ningún problema. Sus costes medios totales en pesetas aumentan no sólo porque se encarece su estructura de captación de recursos, sino que, además, porque, excepción hecha de las

CUADRO N.° 16

ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS PASIVOS FINANCIEROS ONEROSOS EN PESETAS

	1983	*1984*	*1985*
BANCA PRIVADA			
Pasivos financieros onerosos en pesetas = 100			
Apoyos interbancarios	20,67	23,37	26,07
Recursos de clientes	79,33	76,63	73,93
Recursos de clientes en pesetas = 100			
Cuentas corrientes y de ahorro	37,86	34,78	34,24
Imposiciones y empréstitos	56,96	59,57	55,71
Otros pasivos ordinarios	5,18	5,66	10,05
CAJAS DE AHORROS			
Pasivos financieros onerosos en pesetas = 100			
Apoyos interbancarios	5,42	8,23	5,86
Recursos de clientes	94,58	91,77	94,14
Recursos de clientes en pesetas = 100			
Cuentas corrientes y de ahorro	52,11	48,94	45,74
Imposiciones y empréstitos	40,86	41,99	45,09
Otros pasivos ordinarios	7,03	9,07	9,17

Fuente: Boletín Económico del Banco de España. Elaboración propia.

CUADRO N.° 17

ANALISIS CAUSAL DE LA VARIACION EN EL COSTE MEDIO DE LOS PASIVOS

	Por variación en los costes medios	*Por variación en la estructura de los pasivos*	*Por el efecto conjunto*
BANCA PRIVADA			
Pasivos financieros onerosos en pesetas			
Apoyos interbancarios	−0,04	+0,25	−0,01
Cuentas corrientes y de ahorro (sector privado)	−0,03	−0,02	—
Imposiciones	−0,49	−0,39	+0,04
Otros pasivos ordinarios	−0,01	+0,22	—
Pasivos financieros onerosos en m.e.			
Apoyos interbancarios	−0,23	−0,11	+0,02
Recursos de clientes	−0,15	−0,01	—
Totales (1)	−0,95	−0,06	+0,05
Peso de (1) en la variación del coste medio de los pasivos financieros onerosos (−0,96)	99,0	6,2	−5,2
CAJAS DE AHORROS			
Pasivos financieros onerosos en pesetas			
Apoyos interbancarios	−0,13	−0,24	+0,04
Cuentas corrientes y de ahorro (sector privado)	−0,09	−0,05	+0,01
Imposiciones y empréstitos (sector privado)	−0,06	+0,42	−0,01
Otros pasivos ordinarios	−0,01	+0,03	—
Pasivos financieros onerosos en m.e.	−0,04	—	—
Totales (1)	−0,33	+0,16	+0,04
Peso de (1) en la variación del coste medio de los pasivos financieros onerosos (−0,13)	253,8	−123,1	−30,7

Fuente: Elaboración propia a partir del cuadro 21.

cuentas corrientes y de ahorro, sus tipos de interés y costes medios no interbancarios aumentan ligeramente.

Lo primero tiene dos causas. En primer lugar, dentro de los recursos de clientes se produce un importante desplazamiento desde cuentas corrientes y de ahorro hacia imposiciones a plazo y empréstitos. En segundo lugar, y quizá más importante, aumenta el peso de los pasivos interbancarios.

En 1985, por contra, se produce un fuerte descenso de los tipos de interés pasivos de las cajas siguiendo a los de la banca, y esta caída se recoge en todos los costes medios de los recursos ajenos en pesetas que se desagregan en el cuadro n.° 15. Así, cae el coste medio de sus pasivos onerosos totales en pesetas pero, a diferencia que en la banca, y esto es muy importante, aumenta el coste medio de sus recursos ajenos procedentes de clientes en pesetas. Esto se produce a pesar de la fuerte caída de los tipos de interés porque continúa el proceso de erosión de los pasivos más baratos de las cajas de ahorros dentro del conjunto de los recursos de clientes en pesetas —las cuentas corrientes y de ahorro pierden más de tres puntos porcentuales.

La conclusión más importante en relación con esto es que el descenso del coste medio de los pasivos onerosos totales en pesetas de las cajas es consecuencia exclusivamente de la evolución del coste de sus pasivos interbancarios.

No obstante, el encarecimiento de los recursos de clientes, que podría ser grave para la buena marcha futura de las cajas, lo es menos si se examina la evolución reciente de sus tipos de interés, si se toma en cuenta que si bien a finales de 1985 el coste medio de las imposiciones se resistía a ceder (cuadro n.° 13) debe comenzar a disminuir dado el retraso con que se incorporan los tipos de interés marginales a los medios, y si, en fin, se tiene en cuenta que el coste medio del total acreedores —no interbancarios— en pesetas ha disminuido durante la segunda mitad de 1985 a pesar de no haberlo hecho en el conjunto del año.

Para terminar esta parte se ha calculado el efecto de los principales factores que han determinado la evolución de los costes

financieros en 1985 (cuadro n.° 17), siguiendo el mismo esquema utilizado al analizar los productos financieros (véase cuadro n.° 10).

Como se deduce de todo el análisis anterior, la evolución de los costes medios y de la estructura de captación de pasivos de la banca tienen un efecto positivo sobre la contención de los costes financieros, pero es el primer factor el que explica casi la totalidad de la disminución de éstos. En las cajas la situación es distinta en la medida en que el cambio de estructura de la captación de recursos hacia aquellos más caros, especialmente dentro del conjunto formado por imposiciones y empréstitos, ha presionado al alza sobre los costes financieros. La caída de los costes medios, centrada en las operaciones interbancarias, es el doble de importante que el efecto anterior y suficiente para provocar el descenso que se observa en los costes medios totales de estas entidades en 1985.

EL MARGEN DE INTERMEDIACION

El margen de intermediación es la relación entre la diferencia de productos y costes financieros y la cifra de balance. En los últimos ejercicios experimenta un continuo descenso como consecuencia de una mayor caída en términos de balance de los productos que de los costes financieros.

Hasta ahora hemos analizado los productos y costes financieros en términos de rentabilidades y costes medios. Sin embargo, para el margen de intermediación era preciso encontrar un denominador común que permitiera relativizarlos a la vez que compararlos. Se ha optado por el pasivo patrimonial, o balance, medio en línea con los análisis del Banco de España (13) (cuadro n.° 18).

Para estudiar el margen de intermediación lo dividiremos en tres sumandos (cuadro n.° 19). El primero es el margen financiero en pesetas —o margen que las entidades obtienen a cada cien pesetas de recursos ajenos— ponderado por el peso en balance de estos recursos ajenos. El segundo es el margen financiero en moneda extranjera ponderado por los respectivos recursos ajenos, y el tercero es la aportación al margen de intermediación de aquella parte de los activos rentables financiada con recursos no onerosos (14).

El deterioro del margen de intermediación se debe al descen-

CUADRO N.° 18

PRODUCTOS Y COSTES EN TERMINOS DE BALANCE: MARGEN DE INTERMEDIACION

	1983			1984			1985		
	En términos de balance (1)	Rentabilidad o coste medio (2)	(1) × (2) / 100	En términos de balance (3)	Rentabilidad o coste medio (4)	(3) × (4) / 100	En términos de balance (5)	Rentabilidad o coste medio (6)	(5) × (6) / 100
BANCA PRIVADA									
Activos financieros rentables en pts.	72,1	13,60	9,80	71,8	13,23	9,50	73,3	12,21	8,94
Activos financieros rentables en m.e.	21,4	10,69	2,29	20,5	10,90	2,24	19,5	9,20	1,80
Total acts fincs. rentables (I)	93,5	12,92	12,09	92,3	12,72	11,74	92,8	11,58	10,74
Pasivos financieros onerosos en pts.	68,2	9,07	6,19	66,4	9,21	6,11	67,1	8,47	5,68
Pasivos financieros onerosos en m.e.	19,4	9,92	1,93	18,4	10,18	1,88	17,4	8,45	1,47
Total pvos. fincs. onerosos (II)	87,6	9,26	8,11	84,8	9,42	7,99	84,5	8,46	7,15
Margen de intermediaciacón (I) —(II)			3,98			3,75			3,59
CAJAS DE AHORROS									
Activos financieros rentables en pts.	85,5	12,91	10,99	85,3	12,75	10,88	86,2	12,18	10,49
Activos financieros rentables en m.e.	2,1	8,09	0,18	2,5	9,76	0,24	2,5	7,95	0,20
Total acts. financs. rentables (I)	87,6	12,79	11,17	87,8	12,66	11,12	88,7	12,05	10,70
Pasivos financieros rentables en pts.	85,1	6,76	5,73	83,0	7,12	5,90	82,6	7,03	5,79
Pasivos financieros rentables en m.e.	2,0	7,85	0,16	2,4	8,84	0,22	2,4	7,53	0,18
Total pvos. fincs. onerosos (II)	87,1	6,79	5,89	85,4	7,17	6,12	85,0	7,04	5,98
Margen de intermediación (I) — (II)			5,28			5,00			4,71

Fuente: Boletín Económico del Banco de España (marzo 1986). Elaboración propia.

CUADRO N.° 19

DESCOMPOSICION DEL MARGEN DE INTERMEDIACION

	Banca privada			*Cajas de ahorros*		
	1983	*1984*	*1985*	*1983*	*1984*	*1985*
DATOS BASE						
Pasivos y activos financieros en términos de balance						
1 Pasivos onerosos en pesetas	68,2	66,4	67,1	85,1	83,0	82,6
2. Pasivos onerosos en moneda extranjera	19,4	18,4	17,4	2,0	2,4	2,4
3. Activos rentables totales	93,5	92,3	92,8	87,6	87,8	88,7
4. Acts. rentables no financiados con pvos. onerosos (3) — (1) — (2)	5,9	7,5	8,3	0,5	2,4	3,7
Rentabilidades medias de los activos financieros rentables						
5. En pesetas	13,60	13,23	12,21	12,91	12,75	12,18
6. En moneda extranjera	10,69	10,90	9,20	8,09	9,76	7,95
7. Totales	12,92	12,72	11,58	12,79	12,66	12,05
Costes medios de los pasivos financieros onerosos						
8. En pesetas	9,07	9,21	8,47	6,76	7,12	7,03
9. En moneda extranjera	9,92	10,18	8,45	7,85	8,84	7,53
Márgenes financieros						
10. Operaciones en pesetas	4,53	4,02	3,74	6,15	5,63	5,15
11. Operaciones en moneda extranjera	0,77	0,72	0,75	0,24	0,92	0,42
COMPONENTES DEL MARGEN DE INTERMEDIACION						
Margen aportado por los recursos ajenos en pesetas (1) × (10)/100	3,08	2,67	2,50	5,23	4,67	4,25
Margen aportado por los recursos ajenos en m.e. (2) × (11)/100	0,14	0,13	0,13	—	0,02	0,01
Margen aportado por los activos financieros rentables financiados con recursos no onerosos (4) × (7)/100	0,76	0,95	0,96	0,05	0,31	0,45
Margen de intermediación	3,98	3,75	3,59	5,28	5,00	4,71

Fuente: Elaboración propia a partir de los cuadros núms. 10 y 15.

so del margen financiero obtenido a los recursos ajenos en pesetas por bancos y cajas. Por un lado, el margen en moneda extranjera ha permanecido estable en la banca y no tiene importancia en las cajas. Por otro, la diferencia entre activos y pasivos rentables ha aumentado en los tres ejercicios analizados, por lo que este tercer factor en realidad ha frenado el descenso del margen.

Parte de este último componente surge del incremento de los recursos propios considerados en sentido amplio —incluyendo provisiones— no compensado con un aumento igual del inmovilizado; pero otra parte nada despreciable se deriva de las normas de contabilización. Dado que los pagarés del Tesoro se emiten a descuento pero se contabilizan por el nominal, el fuerte aumento de su cartera ha tenido dos efectos: la elevación de los activos rentables en mayor medida que el desembolso efectivo, lo que habrá ampliado la brecha entre éstos y los pasivos onerosos; y la reducción de la rentabilidad media de los activos financieros en pesetas al aumentar éstos en mayor medida que las inversiones efectivas. Ambos efectos son contrarios: el primero aparentemente incrementa la contribución al margen de los activos financiados con pasivos no onerosos mientras que el segundo deprime el margen financiero de las operaciones en pesetas más de lo que efectivamente se ha producido.

Corrigiendo el margen de intermediación en base a una estimación del valor efectivo de los activos monetarios (cuadro n.° 20), se suaviza tanto la caída del margen financiero en pesetas como la elevación derivada de los activos financieros no financiados con pasivos onerosos (15).

Según los datos ajustados (cuadro n.° 20), la caída de la diferencia entre rentabilidades y costes medios de las inversiones y recursos en pesetas —margen financiero de las operaciones en pesetas— ha sido menor de la que parecía y explica la totalidad del deterioro del margen de intermediación.

Como se describía en la introducción, desde 1984 los deman-

CUADRO N.° 20

ESTIMACION DE LA INCIDENCIA DE LA CONTABILIZACION DE LOS PAGARES DEL TESORO EN CIRCULACION EN LOS COMPONENTES DEL MARGEN DE INTERMEDIACION

	Banca privada		*Cajas de ahorros*	
	1984	*1985*	*1984*	*1985*
DATOS BASE				
1. Porcentaje de la diferencia entre nominal y efectivo sobre el valor nominal del saldo medio de los PP.T. en circulación	13,5	15,3	13,5	15,3
2. PP.T. adquiridos en firme, saldo medio (m.m.)	1.151,7	2.095,0	861,5	1.373,0
3. Estimación de la diferencia entre nominal y efectivo en las entidades (m.m.) (2) × (1)/100	155,5	320,5	116,3	210,1
4. Activos rentables medios en pesetas (m.m.)	16.864,8	19.290,1	8.038,8	9.535,7
5. Acts. rentables medios en pesetas ajustados (m.m.) (4) — (3)	16.709,3	18.969,6	7.922,5	9.325,7
6. Productos financieros en pts. (m.m.)	2.232,0	2.355,0	1.025,0	1.161,0
7. Rentabilidad media ajustada de los acts. financieros rentables en pesetas (%) (6)/(5)	13,36	12,41	12,94	12,45
8. Coste medio de los pasivos onerosos en pesetas (%)	9,21	8,47	7,12	7,03
9. Margen financiero ajustado, operaciones en pesetas (7) — (8)	4,15	3,94	5,82	5,42
COMPONENTES AJUSTADOS DEL MARGEN DE INTERMEDIACION				
Margen aportado por los recursos ajenos en pesetas	2,75	2,63	4,83	4,48
Margen aportado por los recursos ajenos en moneda extranjera	0,13	0,13	0,02	0,01
Margen aportado por los activos financieros rentables financiados con recursos no onerosos	0,87	0,83	0,15	0,22

Fuente: Boletines Estadístico y Económico del Banco de España. Elaboración propia.

dantes de recursos, y en especial el sector público y las grandes empresas, pasan a competir directamente con las entidades de depósito a gran escala, por lo que los márgenes de intermediación lógicamente estaban abocados a estrecharse o, de lo contrario, el sistema bancario perdería más cuota de mercado. Así, en 1984, bancos y cajas disminuyeron, por las razones analizadas, sus tipos de interés libres activos y pasivos coincidiendo con el descenso del tipo de los pagarés del Tesoro —que se había convertido en el eje en torno al cual giraban los tipos ofertados y demandados por los ahorradores y por los grandes inversores.

Sin embargo, paradójicamente esto no se tradujo en un descenso de la diferencia entre los tipos libres aplicados a los créditos y a las imposiciones a más de seis meses (cuadro n.° 22). Por el contrario, en la banca dicho diferencial ha aumentado en los dos últimos ejercicios y en las cajas se ha mantenido relativamente constante. Estas, sin embargo, gozaban de un diferencial cómodo entre sus tipos libres de pasivo y los de la banca por lo que tardaron más en iniciar el descenso y uno de los *ratios* considerados en el citado cuadro experimentó un apreciable descenso respecto a 1983.

El aumento del diferencial entre tipos libres activos y pasivos probablemente ha sido posible gracias a la existencia de importantes sectores demandantes de crédito que por su tamaño —pequeña y mediana empresa— no tienen acceso a la financiación fuera de los circuitos bancarios. Y se debe a que las entidades, y en especial la banca, conscientes de que sus costes medios totales eran más rígidos a la baja que sus rentabilidades medias, intentaron ampliar el margen existente entre los tipos libres a fin de preservar el margen financiero —cosa que no consiguieron al no poder deprimir lo suficiente los tipos de sus recursos más caros o permitirse una menor disminución de sus tipos activos.

La menor flexibilidad a la baja del coste que de la rentabilidad media es algo que hemos visto

en los capítulos anteriores y se deriva de que los tipos de interés de los pasivos baratos pueden considerarse prácticamente fijos y son importantes dentro del total de los recursos ajenos. Esto significa que una disminución generalizada de los tipos de interés prácticamente no afectará a los recursos baratos y tendrá, por tanto, un menor impacto sobre los costes que sobre las rentabilidades al no contener estas últimas componentes relevantes de precio fijo.

Esto, por supuesto, no significa que la existencia de recursos baratos sea un factor negativo para una entidad, ya que, por el contrario, son éstos los que determinan en buena medida la mayor amplitud absoluta del margen. Tanto es así que el comentado descenso de estos recursos dentro de los pasivos onerosos en pesetas en los dos últimos años es otro de los factores que explican la caída del margen de intermediación.

Ambos efectos —la rigidez de los costes y la pérdida de peso de los recursos baratos— explican 0,45 puntos del descenso del margen financiero en 1984, y en torno a 0,36 en 1985, tanto en bancos como en cajas, y son la principal causa de la caída del margen en ambos grupos de entidades.

OTROS PRODUCTOS ORDINARIOS

Los «otros productos ordinarios» son ingresos típicos del negocio bancario que no provienen del cobro de un tipo de interés por los fondos prestados. Según las publicaciones del Banco de España, están formados por cuatro apartados fundamentales: las comisiones por avales y créditos documentarios, los beneficios netos por diferencias de cambio de operaciones en moneda extranjera, las comisiones de cobranza netas y los productos netos de otros servicios.

Primero nos ocuparemos de los productos por servicios, pues representaban más del 40 por 100 de todos los productos ordinarios en 1985 —amén de crecer en los últimos cuatro años por encima del 20 por 100.

Hasta mediados de la década pasada las entidades de depósito habían venido proporcionando gratuitamente una serie de servicios que los bancos de otros países comparables cobraban. La política actual de cobrar los servicios prestados a los usuarios directos de los mismos se remonta a finales de la década pasada y coincide con el estrechamiento del margen de intermediación de las entidades, y las mayores cotas de competencia introducidas por la instalación de la banca extranjera en la financiación de las grandes empresas.

Lo primero hacía que el cobro de los servicios fuese una necesidad para las entidades que por esta vía intentaban recuperar parte del margen perdido. Lo segundo implicaba que éstas, y en especial la banca, no podrían se-

CUADRO N.º 21

MARGEN FINANCIERO OBTENIDO A LAS DISTINTAS CLASES DE RECURSOS AJENOS EN PESETAS

	Banca privada			*Cajas de ahorros*		
	1983	*1984*	*1985*	*1983*	*1984*	*1985*
RENTABILIDADES Y COSTES MEDIOS						
1. Rentabilidad media de los acts. financieros rentables en pts.	13,60	13,23	12,21	12,91	12,75	12,18
2. Coste medio de las cuentas corrientes y de ahorro	2,03	1,90	1,74	2,87	2,74	2,54
3. Coste medio de las imposiciones a plazo sup. a 6 meses	12,91	12,81	11,44	10,81	11,03	10,84
4. Coste medio de empréstitos	13,85	13,99	12,78	12,03	11,88	11,64
5. Coste medio de otros pasivos ordinarios	9,33	9,10	8,82	8,66	9,17	9,09
6. Coste medio de la financiación interbancaria	10,68	10,27	10,03	10,52	10,30	8,66
MARGEN FINANCIERO OBTENIDO A:						
Cuentas corrientes de ahorro (1) — (2)	11,57	11,33	10,47	10,04	10,01	9,64
Imposiciones a pzo. superior a 6 meses (1) — (3)	0,69	0,42	0,77	2,10	1,72	1,34
Empréstitos (1) — (4)	—0,25	—0,76	—0,57	0,88	0,87	0,54
Otros pasivos ordinarios (1) — (5)	4,27	4,13	3,39	4,25	3,58	3,09
Financiación interbancaria (1) — (6)	2,92	2,96	2,18	2,39	2,45	3,52

Fuente: Boletín Económico del Banco de España. Elaboración propia.

CUADRO N.° 22

COMPARACION ENTRE *RATIOS* DE PRODUCTOS Y COSTES

	Banca privada			*Cajas de ahorros*		
	1983	*1984*	*1985*	*1983*	*1984*	*1985*
RATIOS DE PRODUCTOS						
1. Tipos medios aplicados a nuevas operaciones (efectos y préstamos) (a)	17,10	17,32	16,05	17,22	16,74	15,91
2. Tipos medios aplicados a nuevas operaciones de 1 a 3 años (efectos y préstamos) (a)	17,66	18,04	16,81	16,85	17,29	16,36
3. Rentabilidad media de las inversiones crediticias en pesetas sin morosos	16,51	16,59	15,32	14,50	14,84	14,62
RATIOS DE COSTES						
4. Tipos medios aplicados a nuevas operaciones a plazo (b)	12,80	12,59	10,74	11,12	11,56	10,63
5. Tipos medios aplicados a nuevas operaciones de 1 a 2 años	13,04	12,74	10,85	11,12	11,56	10,63
6. Coste medio de los depósitos a plazo superior a 6 meses	12,91	12,81	11,44	10,81	11,03	10,86
DIFERENCIAS SIGNIFICATIVAS						
(1) — (4)	4,30	4,73	5,31	6,10	5,18	5,28
(2) — (5)	4,62	5,30	5,96	5,73	5,73	5,73
(3) — (6)	3,60	3,78	3,88	3,69	3,81	3,76

(a) En las cajas de ahorro no se han considerado los tipos aplicados en el descuento comercial por la escasa importancia de estas operaciones en dichas entidades.

(b) En la banca se ha tomado la media aritmética de los depósitos entre 6 meses y un año, depósitos entre uno y dos años y CC.DD. entre uno y dos años. En las cajas de ahorro sólo se han considerado los tipos de los depósitos entre uno y dos años, dada la pequeña relevancia de los depósitos a menor plazo y la carencia de información sobre los tipos de los CC.DD.

Fuente: Boletines Estadístico y *Económico* del Banco de España.

guir trasladando a todos sus clientes de activo (en concreto en el negocio al por mayor) los mayores costes, tanto financieros como de explotación, derivados del aumento de la competencia en el sector.

Además esta actuación era congruente con las prácticas de otros países. En efecto, los datos presentados por Revell (1985) son bastante elocuentes: de trece países incluidos en su estudio, los *ratios* de «otros productos ordinarios» sobre el total balance de la banca española era el menor de todos —al mismo nivel que el de Francia— en 1978. En 1982, sin embargo, y después de un claro aumento durante ese período, hay cinco países cuyas cifras son menores que las españolas.

El fuerte crecimiento de estos productos ha aumentado su importancia en términos de balance pasando del 0,24 por 100 en 1983 al 0,30 por 100 en 1985 en la banca —en las cajas ha aumentado idénticos puntos desde un 0,11 a un 0,17 por 100. Pero esta aparente estabilidad dado el escaso nivel de estos *ratios* podría llevarnos a conclusiones falsas, ya que esconde una evolución mucho más positiva: el porcentaje que estos ingresos representan del margen de explotación pasó de un 13 por 100 en 1983 a un 18 por 100 en 1985.

Los dos últimos ejercicios merecen un comentario especial por su crecimiento. Dado que las operaciones en valores por cuenta de terceros son un servicio típico prestado por las entidades de depósito que generan productos ordinarios, hay que recordar que las ampliaciones de capital de títulos cotizados aumentaron un 29 por 100 en 1984 y un 22 por 100 en 1985, y la negociación bursátil creció un 88 por 100 y un 39 por 100 en los mismos ejercicios. Además, según el *Boletín Económico* del Banco de España (marzo de 1986), estos ingresos incluyen los «diferenciales obtenidos por la venta en firme de activos monetarios». Por lo tanto se puede concluir que en los últimos ejercicios estos productos no sólo están recogiendo el cobro de los servicios bancarios, sino también están reflejando en parte la participación de la banca en el proceso de desintermediación, ya sea a través de comisiones de colocación de activos financieros o mediante la venta a vencimiento de activos monetarios.

Otro aspecto digno de señalarse es la diferencia entre estos productos en la cuenta de resul-

CUADRO N.° 23

OTROS PRODUCTOS ORDINARIOS

	Banca privada			*Cajas de ahorros*		
	1983	*1984*	*1985*	*1983*	*1984*	*1985*
IMPORTES (m.m. de pesetas)						
Comisiones por riesgo de firma	29	32	31	2	2	2
Beneficio neto por diferencias de cambio	52	41	39	3	2	4
Comisiones de cobranza netas	45	46	42	3	4	4
Productos netos de otros servicios	48	62	79	8	14	19
Otros productos ordinarios	174	181	190	16	22	29
EN TERMINOS DE BALANCE (%)						
Comisiones por riesgos de firma	0,15	0,13	0,12	0,02	0,02	0,02
Beneficio neto por diferencias de cambio	0,26	0,17	0,15	0,04	0,02	0,03
Comisiones de cobranza netas	0,23	0,20	0,16	0,04	0,04	0,04
Productos netos de otros servicios	0,24	0,27	0,30	0,11	0,15	0,17
Otros productos ordinarios	0,88	0,77	0,73	0,21	0,23	0,26
INCREMENTO SOBRE EL AÑO ANTERIOR (%)						
Comisiones por riesgos de firma	7,9	10,1	−2,8	21,4	29,4	3,9
Beneficio neto por diferencias de cambio	43,8	−21,9	−4,4	15,3	−40,0	97,6
Comisiones de cobranza netas	14,0	3,1	−10,3	11,5	34,5	9,8
Productos netos de otros servicios	20,8	29,2	26,1	80,9	65,9	31,9
Otros productos oridnarios	22,4	4,0	4,9	42,5	36,3	30,5
OTROS RATIOS SIGNIFICATIVOS (%)						
Comisión media por riesgos de firma	1,77	1,60	1,38	1,64	1,91	1,94
Comisiones de cobranza netas más productos netos de otros servicios en relación con:						
Ingresos (financieros + otros pdtos.)	3,73	3,77	4,10	1,27	1,69	1,91
Gastos de explotación	15,60	16,67	17,36	4,25	5,98	6,80
Gastos de personal	23,02	24,83	25,85	6,55	9,42	10,80

Fuente: Boletín Económico del Banco de España (marzo 1986). Elaboración propia.

tados de bancos y cajas de ahorros. El balance medio de los primeros es de 2,4 veces el de las cajas y, sin embargo, sus ingresos netos de otros servicios son 4,2 veces superiores. Las causas de estas diferencias pueden ser múltiples y para analizarlas sería necesario un detalle pormenorizado de estos ingresos, información de la que carecemos. No obstante, parece aceptarse la idea de que las cajas mantienen una política menos agresiva en el cobro de los servicios, al menos en los prestados a su clientela de pasivo tratando, probablemente, de mantener un volumen importante de recursos baratos.

En segundo lugar nos ocuparemos de las comisiones de cobranzas netas de los efectos. A partir de la Orden de 17 de enero de 1981 las únicas comisiones que una entidad puede cobrar en sus operaciones activas en pesetas están fijadas como máximas; mientras que las que puede cobrar por sus operaciones en moneda extranjera y por sus servicios son libres.

Se ha argumentado que las comisiones fijadas por esta Orden no cubren los costes generados por la manipulación de efectos. En este sentido, Revell (1982) apunta, en base a unas estimaciones, que la comisión establecida es insuficiente y que los bancos han estado sometidos a presiones competitivas que les habrían imposibilitado completar estos ingresos cobrando unos tipos de descuento más altos. Ello habría acarreado la caída de los ingresos por esta vía.

Así, los productos de las comisiones de cobranza caen a medida que va perdiendo importancia la letra de cambio como instrumento de crédito. Los datos no dejan lugar a dudas: en 1979 los efectos comerciales y financieros de la banca representaban más del 59 por 100 del crédito que otorgaban al sector privado, mientras que en 1982 apenas superaban un 37 por 100 y a finales de 1985 rondaba el 28 por 100.

A continuación, trataremos conjuntamente las comisiones de cobranza y los productos netos de otros servicios, relacionándolos con magnitudes distintas al total balance, pues estos ingresos, a diferencia de los productos financieros, en general no dependen de la evolución de determinadas partidas patrimoniales, sino del número de operaciones realizadas o de que se cumpla cierta condición —ausencia de movimiento en una cuenta corriente, por ejemplo— o de otros factores igualmente ajenos a la evolución del total balance de la entidad —piénsese, sin ir más lejos, en el alquiler de cajas de seguridad.

Se han elegido dos tipos de variables: los productos ordinarios totales —esto es, los productos financieros más los otros productos ordinarios— y dos medidas de gastos —los gastos de personal y los de explotación. (Véase el cuadro n.° 23).

El primero de estos *ratios* mide la contribución de los productos por cobro de servicios al total de los productos ordinarios. Esta contribución ha sido creciente en bancos y cajas, aunque se ve afectada por los productos de la venta a término de pagarés del Tesoro en el último año. Estos productos no deberían mezclarse con aquellos derivados de los servicios bancarios propiamente dichos, pero con la información disponible no es posible separar unos y otros. Sin embargo, esta distorsión no parece demasiado significativa al estar restringida básicamente a un ejercicio, y dada la tendencia sumamente clara que se venía observando.

En segundo lugar, se han elegido dos magnitudes representativas de los gastos, pues la finalidad de las comisiones por servicios es justamente cubrir el coste originado por la prestación de los mismos.

No importa qué *ratio* se analice, la conclusión es la misma: los productos netos por comisiones de cobro y otros servicios bancarios cubren una proporción creciente de los gastos de las entidades. Podría decirse que en 1985 más de una cuarta parte de los gastos de personal de la banca se recuperaron vía productos ordinarios de comisiones. Aunque la importancia de este tema es menor en las cajas de ahorros, la contribución de otros productos ordinarios es también creciente.

Dado que los productos de los servicios bancarios cubren una proporción creciente de los gastos de explotación, se estarán aproximando a la cobertura plena del coste real de estos servicios —a menos que éstos constituyan una proporción cada vez mayor de la actividad de las entidades.

Sin embargo, con los condicionantes mencionados, esta proporción creciente hace pensar o bien que el proceso de ajuste de las comisiones al coste de los servicios no se ha completado —cuestión aparentemente cierta en el caso de las cajas— o bien que dichas comisiones están comenzando a superar este coste, lo que puede resultar congruente, ya que probablemente tienden a acercarse al coste de oportunidad de los clientes. Con los datos disponibles es imposible saber si, por ejemplo, la banca está efectivamente prestando servicios con un coste equivalente al 17 por 100 de sus gastos de explotación, o si dicho coste es en realidad mayor o menor que este porcentaje.

En tercer lugar nos referiremos a las diferencias de cambio, que solamente tienen importancia en la banca. Destaca su caída en términos absolutos en los últimos tres años, especialmente acentuada en 1984 —aunque este descenso, según el *Boletín Económico* del Banco de España (abril de 1985), se debe básicamente al carácter extraordinario de las diferencias de cambio obtenidas por una entidad en 1983.

Las causas de esta evolución pueden ser muy dispares por los múltiples factores que entran en juego y sobre los que no existe información: operaciones de compra-venta de divisas a plazo, importancia de los créditos valorados a cambios históricos, etc. Y dado que, si no se considera 1983, estos productos están relativamente estancados, baste con esta breve mención.

El último componente es el de los productos derivados de las comisiones cobradas por riesgos de firma que, a diferencia del resto de las comisiones que hemos venido analizando, no tienen la finalidad de cubrir el coste de un servicio, sino el de retribuir el riesgo de prestar un aval u otorgar un crédito documentario. En la evolución reciente de estos productos no parece haber nada notable, a juzgar por los datos conocidos: en las cajas de ahorro prácticamente no tienen importancia y en la banca tienden a la baja en términos relativos en los últimos ejercicios y, concretamente en 1985, han retrocedido mucho en términos absolutos reflejando el estancamiento de los riesgos de firma medios. Además, al parecer las comisiones aplicadas por estos riesgos han disminuido, ya que el *ratio* ingresos/volumen de avales y créditos documentarios

ha descendido sensiblemente en 1984 y ligeramente en 1985. Pero la falta de información acerca de la importancia de los avales y créditos documentarios, de los denominados en moneda extranjera, y de los avales entre entidades de depósito, no permite obtener conclusiones definitivas.

LOS GASTOS DE EXPLOTACION

Introducción

En teoría, los gastos de explotación son variables con el volumen de actividad, que en las empresas industriales y comerciales se mide por el nivel de producción. En el negocio bancario es difícil hallar una variable representativa del volumen de actividad y, aunque en principio se podría pensar en los recursos intermediados, esta elección no está exenta de críticas. Sin ir más lejos, el proceso de desintermediación supondrá una aparente elevación de los gastos de explotación en términos de estos recursos a pesar de que la banca tome parte activa en el mismo; o la expansión de la banca extranjera y el aumento de los flujos interbancarios provocará una aparente reducción. Asimismo, si se tomase como referencia la cifra de ingresos probablemente estaríamos recogiendo más los cambios experimentados por los tipos de interés que por los gastos de explotación.

Por ello hemos relacionado los gastos de explotación con el balance y con el conjunto formado por el margen de intermediación más los otros productos ordinarios (margen ordinario en la terminología del Banco de España), que en cierta medida salva las críticas antes mencionadas.

Desde 1980 se ha venido produciendo una caída continuada de los gastos de explotación en términos de balance en la banca, centrada inicialmente en los de personal, después del continuo crecimiento de la segunda mitad de la década de los setenta a raíz de la fuerte expansión de su red de oficinas. Los gastos generales, por el contrario, se mantienen relativamente estables, siempre en relación al balance, hasta 1983 y caen claramente en los dos últimos años. Sin embargo, en términos de margen ordinario los gastos de explotación se han estabilizado en torno al 61 por 100 en los tres últimos ejercicios.

Las cajas se comportan de manera similar pero destacan dos peculiaridades: los gastos de explotación comienzan a caer tres años después que en la banca y los gastos generales también disminuyen a partir de 1982.

Si se comparan los gastos de explotación en términos de balance de bancos y cajas se verá que a partir de 1981 los de los primeros, que tradicionalmente eran mayores, se sitúan por debajo de los de las segundas, y que esta diferencia ha venido ampliándose. Este hecho podría interpretarse, en principio, como una mayor preocupación o necesidad, por parte de la banca por frenar el crecimiento de sus gastos de explotación, pero en los tres últimos ejercicios ambos grupos de entidades han destinado el mismo porcentaje del margen ordinario a los gastos de explotación.

Por lo tanto parece que el distinto comportamiento de los gastos de explotación de bancos y cajas en términos de balance se encuadra dentro de la diferente especialización de estas entidades —estando más inclinados al negocio al por mayor los primeros y al tradicional las segundas— que implican tanto diferentes gastos de estructura como márgenes ordinarios.

Los gastos de personal

El recorte de los gastos de personal de la banca en términos de balance desde comienzos de esta década se debe básicamente a la disminución del número de sus empleados. Entre 1980 y 1985 los bancos logran reducir en 16.700 personas sus empleados, cifra que representa más de un 9 por 100 de los que tenía a la primera fecha. Al mismo tiempo el número de empleados de las cajas aumentaba en 11.100, lo que supone una tasa de crecimiento del 20 por 100.

Una causa muy importante de esta diferencia ha sido el tipo de expansión geográfica emprendida por bancos y cajas de ahorros y los condicionantes con que se encontraron unos y otras. A pesar de la apreciable disminución de su tasa de crecimiento, en los tres años que van de 1980 a 1982 la banca abrió una media de 1.100 oficinas anuales, por poco menos de 640 de las cajas de ahorros. En 1985 el número de oficinas abiertas por la banca es de 173 por más de 400 de las cajas.

Los bancos, a diferencia de las cajas, no se veían en la necesidad de contratar nuevos empleados a medida que abrían nuevas oficinas, dado que tenían un exceso de personal, que iban reduciendo gradualmente, a la vez que lo rentabilizaban completando sus redes nacionales de oficinas. En las cajas de ahorros el número de empleados

por oficina era ya tan reducido que cada vez que abrían una nueva oficina se veían obligadas a aumentar su plantilla.

En cuanto a la expansión geográfica reciente, 1984 es el primer año en el que el número de oficinas abiertas por las cajas de ahorros supera el número de oficinas abiertas por la banca. Aquéllas, sin embargo, logran mantener la tendencia decreciente de sus gastos de explotación gracias, casi exclusivamente, al generoso crecimiento de su actividad y, por tanto, de su balance total.

Esta situación refleja, sin duda con algún retraso, una nueva actitud de la banca en la que prima una política de contención de gastos que se traduce no sólo en un menor crecimiento de su red geográfica, sino incluso en el cierre de algunos «puntos de venta» poco rentables. La política de cuidar la rentabilidad por encima del objetivo de expansión se traduce al año siguiente en un crecimiento dos veces mayor de las oficinas de las cajas que de la banca.

Aparte de que el estrechamiento del margen impidió a la banca continuar indefinidamente con el crecimiento emprendido, es posible que se esté produciendo un cierto cambio en el tipo de negocio desarrollado por cierto número de bancos que han tendido relativamente más al negocio al por mayor. Este tipo de actividad no requiere tantas oficinas, como demuestra claramente el negocio de la banca extranjera.

Las cajas de ahorros, por contra, basan su actividad en otro tipo de clientela y tienen que ir en su búsqueda. La expansión geográfica es básica para acercar el producto al cliente, y lo fue más en una época en que la competencia vía precios —tipos de interés— no era posible. Sin embargo, aún hoy, con la libertad de tipos, la expansión geográfica continúa siendo una necesidad de las entidades de depósito que se basan en el negocio al por menor.

Todo lo anterior se refleja en una cuestión básica: la productividad de los empleados de las entidades. El que la banca haya podido continuar, por lo menos hasta finales de 1985, su expansión reduciendo simultáneamente su número de empleados puede explicarse por un genuino aumento de la productividad de éstos.

Al hablar de productividad un primer problema que surge es cómo medirla, ya que nos enfrentamos con las mismas objeciones que al buscar una magnitud con la que relativizar los gastos de explotación. Una posibilidad por la que parece optar el Banco de España a juzgar por sus publicaciones, es el *ratio* de recursos ajenos por empleado. Sin embargo, probablemente esta medida haya perdido algo de su atractivo debido a las fuertes transformaciones experimentadas por la estructura de colocación del ahorro del sector privado que nada tienen que ver con la productividad, pero sí influyen sobre este *ratio*.

Una alternativa a esta medida es el margen ordinario por empleado. Esto nos relacionaría, de alguna manera, los ingresos ordinarios totales de la entidad, deducidos los costes de sus «factores», con el número de empleados que han contribuido a obtenerlos.

Si se mide la productividad de cualquiera de estas maneras se observa que, aunque ésta crece en el período analizado, su ritmo de crecimiento se ha ido frenando —con la única salvedad de los recursos ajenos por empleado en las cajas en 1985. Cabe comparar el crecimiento de estos *ratios* con el aumento de los gastos de personal por empleado, pues, lógicamente, los resultados de las entidades se beneficiarán de esa mejora en la medida en que los costes unitarios no se eleven en igual o mayor proporción.

Mientras que en 1982, y especialmente en 1983, los *ratios* de productividad elegidos aumentaron sensiblemente por encima de los gastos unitarios de personal, en los dos últimos años las diferencias se acortaron apreciablemente (cuadro n.° 25). Incluso en la banca el incremento de los gastos de personal por empleado fue superior al aumento de los *ratios* de productividad, si bien resulta cuando menos sorprendente el fuerte aumento de los gastos unitarios de personal en la banca en 1985: 10,6 por 100 frente a un 7,1 por 100 de las cajas de ahorro y un 9,6 por 100 de la banca el ejercicio anterior.

Por último, cabe mencionar una discrepancia, esta vez a favor de los bancos, en el *ratio* gastos de personal por empleado, ya que estas entidades presentan unos costes unitarios superiores en un 18 por 100 a los de las cajas —aunque en el último ejercicio esta diferencia haya descendido al 15 por 100. A pesar de lo cual los gastos de personal en relación al margen ordinario son ligeramente inferiores en las cajas que en la banca (cuadro n.° 24) —pero en menor proporción de la que se desprende de la relación margen ordinario/número de empleados.

CUADRO N.° 24

EVOLUCION DE LOS GASTOS DE EXPLOTACION

	Banca privada						*Cajas de ahorros*					
	1980	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1980*	*1981*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
IMPORTES (m.m. de pesetas)												
Gastos de explotación	388	462	530	596	648	697	146	179	220	259	301	338
Gastos de personal	273	317	364	404	435	468	98	120	145	168	191	213
Gastos generales	82	103	121	141	156	170	37	44	58	68	81	92
Tributos	8	11	13	16	16	13	1	1	2	3	4	3
Amortizaciones	25	31	32	35	41	47	10	14	15	20	25	30
EN TERMINOS DE BALANCE (%)												
Gastos de explotación	3,48	3,36	3,11	3,01	2,75	2,65	3,24	3,38	3,46	3,38	3,19	3,05
Gastos de personal	2,44	2,31	2,14	2,04	1,85	1,78	2,18	2,26	2,28	2,19	2,03	1,92
Gastos generales	0,74	0,75	0,71	0,71	0,66	0,65	0,82	0,83	0,91	0,88	0,86	0,83
Tributos	0,07	0,08	0,07	0,08	0,07	0,05	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04	0,03
Amortizaciones	0,23	0,22	0,19	0,17	0,17	0,18	0,23	0,27	0,24	0,26	0,27	0,27
PORCENTAJE SOBRE EL MARGEN DE INTERMEDIACION + OTROS PRODUCTOS ORDINARIOS												
Gastos de explotación	68,1	67,1	67,0	61,8	61,0	61,4	73,6	70,9	69,0	61,5	61,1	61,5
Gastos de personal	47,8	46,1	46,0	41,9	40,9	41,2	49,5	47,3	45,5	39,9	38,8	38,7
Gastos generales	14,4	15,0	15,3	14,6	14,7	15,0	18,6	17,5	18,2	16,2	16,4	16,7
Tributos	1,4	1,5	1,6	1,7	1,5	1,1	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	0,6
Amortizaciones	4,5	4,5	4,1	3,6	3,9	4,1	5,1	5,7	4,7	4,7	5,1	5,5

Fuente: Boletín Económico del Banco de España. Elaboración propia.

Gastos generales y amortizaciones

Los gastos generales constituyen el segundo apartado en orden de importancia de los gastos de explotación —a gran distancia de los de personal. La falta de desagregación de los epígrafes que los integran, que dificulta su análisis, y la poca relevancia que han tenido para la cuenta de resultados, aconsejan limitar su tratamiento en este artículo a una breve mención de su evolución en base a los datos del cuadro n.° 24.

Hay que resaltar la estabilidad de los gastos generales en relación al margen ordinario, mientras que en términos de balance comienza a descender en 1984 en bancos, estabilizándose al año siguiente. En las cajas se observa una ligera, aunque continua, reducción año tras año.

En cuanto a las amortizaciones, baste destacar su fuerte crecimiento en los últimos ejercicios debido a la aplicación de mayores tasas de amortización.

EL MARGEN DE EXPLOTACION Y LOS FLUJOS GENERADOS

El margen de explotación es la suma del margen de intermediación y los otros productos ordinarios menos los gastos de explotación, todo ello en términos de balance, y representa la rentabilidad del negocio bancario típico. Su deterioro en el último ejercicio es el reflejo de los distintos comportamientos que hemos analizado.

La primera nota destacable es el distinto nivel del margen de explotación en bancos y cajas (cuadro n.° 2) que, sin duda, refleja el mayor margen de intermediación de las segundas como consecuencia de las distintas características del negocio de estos dos grupos de entidades ya reseñadas.

Sin embargo, en los dos últimos ejercicios desciende el margen de explotación tanto de bancos como de cajas de ahorros. La caída del margen de intermediación es claramente determinante en esta evolución —aunque en la banca también influye la disminución de los otros productos ordinarios netos.

La importante contención de los gastos de explotación, y en especial de los de personal, ha impedido que el significativo deterioro del margen de intermediación se traslade totalmente al de explotación. Esta compensación es aún más relevante en el caso de las cajas, ya que su margen de intermediación cae más que el de la banca en 1985, pero la disminución de su margen de explotación es muy similar gracias al mayor descenso de sus gastos de personal en términos de balance.

Es curioso notar que en 1984 y 1985 el descenso de los otros productos ordinarios ha contribuido negativamente al margen de explotación, reflejando la disminución de las comisiones de cobranza y las diferencias de cambio (netas) —aunque en 1984 este descenso está inflado por el carácter excepcional de los beneficios en cambio de una entidad en 1983. La poca importancia de los otros productos ordinarios de las cajas hace que el margen de explotación sólo dependa del de intermediación y de los gastos de explotación. En este caso, tanto en 1984 como en 1985 la contribución de los segundos no compensa el deterioro del primero.

Aparte de esto hay dos detalles distintivos de la evolución de las cajas que analizamos en su momento: en 1984 sus productos financieros varían menos bruscamente y sus costes apenas se reducen; y en ambos ejercicios sus otros productos ordinarios, reconocidamente escasos, contribuyen al margen de explotación.

Ahora bien, para la entidad la rentabilidad media en términos de flujos generados (16) es sumamente importante ya que, en última instancia, determina sus beneficios y su capacidad de saneamiento. Estos flujos se obtienen sumando los ingresos y gastos extraordinarios al margen de explotación.

Es notable que tanto la banca como las cajas hayan podido mantener prácticamente constantes sus flujos generados en 1985, a pesar de que en ambos grupos de entidades el margen de explotación se estrecha más que el año anterior.

La evolución muy positiva (cuadro n.° 2) de los ingresos extraordinarios ha impedido que el deterioro del margen de explotación se traslade totalmente a los flujos generados en 1985. Esto es especialmente cierto en las cajas de ahorro donde éstos alcanzan idéntico nivel que en 1984 debido básicamente a los beneficios obtenidos en venta de valores recogiendo sin duda el excelente ejercicio bursátil;

CUADRO N.° 25

***RATIOS* SIGNIFICATIVOS DE GASTOS DE PERSONAL**

	Banca privada				*Cajas de ahorros*			
	1982	*1983*	*1984*	*1985*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
1. Número de empleados	175.672	172.768	169.283	163.752	59.511	61.580	64.042	65.819
Incremento (de 1)								
En valores absolutos	−1.514	−2.904	−3.485	−5.531	2.470	2.069	2.462	1.777
En porcentaje	−0,9	−1,7	−2,0	−3,3	4,3	3,5	4,0	2,8
2. Número de oficinas	15.500	16.150	16.524	16.697	11.262	11.809	12.201	12.610
Incremento (de 2)								
En valores absolutos	1.127	650	374	173	735	547	392	409
En porcentaje	7,8	4,2	2,3	1,0	7,0	4,9	3,3	3,4
3. Gastos de personal por empleado actvo. (miles pts.)	1.997	2.262	2.479	2.741	2.369	2.687	2.935	3.142
Incremento porcentual (de 3)	15,5	13,3	9,6	10,6	16,4	13,4	9,2	7,1
4. Empleados por oficina (1)/(2)	11,3	10,7	10,2	9,8	5,3	5,2	5,3	5,2
Incremento porcentual (de 4)	−8,1	−5,6	−4,2	−4,3	−2,5	−1,3	0,7	−0,6
5. Recursos ajenos por empleado (a)	66,5	76,9	88,1	95,6	94,2	107,9	122,4	142,4
Incremento porcentual (de 5)	19,4	15,6	14,6	8,5	15,7	14,5	13,4	16,3
6. Margen de intermediación + otros productos ordinarios por empleado actvo. (miles de pts.) (b)	4.483	5.533	6.215	6.822	5.474	6.953	7.849	8.471
Incremento porcentual (de 6)	16,9	23,4	12,3	9,8	20,9	27,0	12,9	7,9

(a) A diciembre de cada año.
(b) Sobre empleados medios calculados por semisuma de los datos a fin de año.
Fuente: Boletín Económico del Banco de España. Elaboración propia.

estas enajenaciones, que arrojaban unas minusvalías de 8 mil millones de pesetas en 1984, dan lugar a plusvalías de 18 mil millones en 1985 —en la banca estas plusvalías se duplican, pasando de 10 a 19 mil millones en igual período.

CONCLUSION

La evolución del negocio y de la cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorro en los dos últimos ejercicios ha estado marcada por el fenómeno de la desintermediación, cuyo principal protagonista ha sido el sector público, tanto por su necesidad de fondos para financiar el déficit como por la normativa fiscal.

Este proceso ha convertido al tipo de financiación del Tesoro en un precio de referencia y, con ello, ha posibilitado la consecución de un objetivo largamente perseguido por las entidades de depósito: reducir el coste de su pasivo.

Por el contrario, sólo aquellos clientes de activo con poder de negociación, que a estos efectos equivale a la capacidad de acudir a los circuitos de financiación no bancarios, se han beneficiado de reducciones comparables en sus tipos de interés.

Esto originó un aumento del diferencial entre los tipos de interés libres activos y pasivos.

Sin embargo, el pequeño demandante de fondos también se ha beneficiado de un descenso de sus tipos de financiación gracias a que la disminución de los gastos de explotación, y las menores necesidades de saneamiento de las entidades, aumentaron su capacidad de maniobra para poder competir por los clientes de activo sin alterar sus resultados.

NOTAS

(*) Este artículo es un resumen de la primera parte de una investigación financiada por la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, a la que queremos agradecer el apoyo prestado. También queremos agradecer a una serie de personas que han tenido la amabilidad de leer, en su totalidad o en parte, versiones anteriores de este artículo. Entre éstas queremos destacar a Adolfo Sánchez-Real, Antonio Torrero, Carlos Cuervo-Arango, Luis Javier Rodríguez y José Antonio Trujillo. En todo caso, la responsabilidad del resultado final es exclusivamente nuestra.

(1) Este artículo fue escrito durante la segunda mitad de 1986. Su análisis se centra en los años 1984-85 no sólo por la importancia de la segunda fecha como culminación inmediata de las grandes tendencias identificables, sino por la falta de estadísticas homogéneas de la cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorro y de las cuentas financieras de la economía para 1986. Si bien es posible incluir datos para esta última fecha en todos aquellos cuadros que se nutren del *Boletín Estadístico* del Banco de España, la prolongación de esas series resulta estéril si no va acompañada por aquellas otras referidas a los resultados y, en consecuencia, por un análisis a fondo de los mismos, objeto básico de este artículo.

(2) Este conjunto está integrado por el Banco de España, las cooperativas de crédito, las entidades oficiales de crédito, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero (SMMD) y las compañías de seguros.

(3) Hay que señalar que todos los instrumentos emitidos a descuento se tratan por el valor nominal en las estadísticas, mientras que sería más correcto a efectos del análisis de flujos considerarlos por el valor inicial (desembolso real).

(4) Si el tipo de los pagarés del Tesoro lo denominamos "r", el tipo de los activos financieros con retención en origen (o "afros"), deberá ser tal que aplicando un 55 por 100 se obtenga el tipo de dichos pagarés; luego el tipo de los "afros" deberá ser $(1/0{,}55)r = 1{,}82r$.

(5) Aunque a partir de 1981 se han ido incorporando otra serie de intermediarios financieros no bancarios: sociedades mediadoras en el mercado de dinero, sociedades de crédito hipotecario, etc.

(6) Según consta en el preámbulo de las Circulares del Banco de España que se han ocupado de estas modificaciones.

(7) Desgravación y régimen transitorio por el que algunas emisiones eléctricas y de la Telefónica seguían teniendo una retención del 24 por 100 con una bonificación del 95 por 100 que posteriormente no se consideraba en el IRPF.

(8) Las normas contables obligan a anotar los títulos cedidos y adquiridos temporalmente en el activo y en el pasivo, respectivamente y, en consecuencia, los productos y costes correspondientes en la cuenta de resultados. Por ello los adquiridos temporalmente se incluyen dentro de los apoyos interbancarios o inversiones crediticias, según la naturaleza del sujeto vendedor.

(9) Los tipos medios aplicados por las cajas entre 1979 y 1980 a operaciones a más de tres años se situó en el 14 por 100.

(10) El tipo medio de nuevas operaciones se ha calculado por media aritmética de los tipos a los distintos plazos.

(11) Según las normas de contabilidad del Banco de España, los activos y pasivos en moneda extranjera deben valorarse al tipo de cambio actual salvo algunas excepciones, por ello la corrección que realizamos se aplica tan sólo a un 80 por 100, aunque probablemente los activos valorados a cambios históricos son inferiores al 20 por 100.

(12) Probablemente ésta es la principal moneda en que están denominados los activos en moneda extranjera de la banca.

(13) Se debe hacer notar que el análisis de productos y costes en términos de balance no sería muy distinto del que hemos presentado en lo que se refiere a las evoluciones anuales excepto en un caso significativo. El coste medio de los pasivos onerosos de la banca aumenta en 1984, mientras que sus costes financieros en términos de balance caen debido a que este segundo *ratio* recoge un elemento que está ausente en el primero: la relación entre los pasivos onerosos totales y el balance. En efecto, ese año estos pasivos pierden casi tres puntos en términos de balance.

(14) En un primer análisis este último sumando representa la rentabilidad de los recursos propios. Sin embargo, también recoge diferencias de valoración derivadas básicamente de la importancia de los activos y pasivos a descuento.

(15) Este ajuste no se ha hecho para el resto de los activos a descuento (efectos descontados y CRM) ni para 1983, al carecer de información suficiente. No obstante el corto plazo de dichos títulos permite suponer que la diferencia entre su valor efectivo y nominal es reducida. Además se ha efectuado una estimación aproximada del efecto que se produciría sobre la cuenta de resultados en 1983 resultando que el margen financiero se elevaría como máximo en cinco centésimas.

(16) La distribución de los flujos generados se analiza en nuestro artículo «Normas recientes de solvencia y evolución de la rentabilidad de bancos y cajas de ahorro» que se publica en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

AEB, (1986), *Informe de Rafael Termes a la asamblea anual de la AEB*.

BANCO DE ESPAÑA, «Las cuentas de resultados de las entidades de depósito en 1983 (1984, 1985)», *Boletín Económico*, abril 1984 (abril 1985, marzo 1986).

—*Boletín Estadístico*, varios números.

—*Informe Anual*, 1985.

REVELL, J. (1982), *A Study of the Spanish Banking System. Some Additional Coments*, Banco de Vizcaya, Bilbao.

—(1985) *Costs and Margins in Banking*, OCDE, París.

LOS RESULTADOS DE LA BANCA PRIVADA

Es habitual y normal que los resultados del conjunto de la banca, en cifras absolutas, superen los obtenidos en el año precedente. Sin embargo, estas cifras, por importantes que parezcan, carecen de significado si no se las pone en relación con los capitales, propios y ajenos, puestos en juego para la realización del negocio. Operando de esta forma, desde 1970 hasta 1986 el mejor año para la banca fue 1973, año en el que el beneficio en relación con los activos totales medios alcanzó el 1,30 por 100, y el peor fue 1984, año en el que la relación había caído al 0,59 por 100. En los dos últimos ejercicios, 1985 y 1986, la mejora de la economía española y, por lo tanto, de las empresas, ha aliviado el drenaje de fondos destinados a saneamiento de créditos, lo que, unido a un ensanchamiento del margen financiero bruto, logrado a partir del segundo semestre de 1985 en el proceso de descenso de tipos de interés activos y pasivos, junto con la continua reducción de los costes de transformación, ha permitido que el porcentaje de beneficios sobre activos totales medios se recupere hasta alcanzar los niveles de 1978, aunque todavía se mantiene a una considerable distancia de los que se alcanzaron en 1973 y años anteriores. En este artículo, **Rafael Termes** analiza los resultados de la banca en su evolución pasada y previsible, así como la forma de generarlos, mediante la utilización de conceptos y *ratios* que apropiadamente reflejen la verdadera actividad de la banca en su doble función de intermediación financiera y prestación de servicios diversos.

INTRODUCCION

NO hay ningún sector empresarial español que disponga de una información tan amplia y puntual sobre los resultados de su actividad como la que existe para la banca, referida tanto a su conjunto como a cada uno de los grupos en que puede desagregarse, como, incluso, a cada una de las entidades que lo integran.

Hay, ciertamente, algunas revistas, más o menos especializadas, que publican, por su propia iniciativa, bastantes meses después del cierre de los ejercicios anuales, listas de empresas clasificadas por sectores y ordenadas según uno o más criterios. Estas publicaciones proporcionan algunos datos que, si bien en determinados casos pueden calificarse de claves, no dan una visión, ni aproximada, de la estructura financiera de dichas empresas y, en el supuesto que faciliten el beneficio final, no informan de la manera en que ha sido obtenido.

También es cierto que, desde hace algunos años —a partir de 1982, concretamente—, el Banco de España ha montado una Central de Balances que tiene por finalidad promover un mejor conocimiento de la situación global y sectorial de las empresas no financieras que operan en nuestro país, mediante la agregación y análisis de sus estados contables. Pero este trabajo, por estar basado en la información de las empresas que voluntariamente cumplimentan los cuestionarios remitidos, no constituye una muestra con valor estadístico, aunque año a año su cobertura, en relación con el PIB y con el empleo, sea más amplia.

El análisis económico financiero publicado por la Central del Banco de España aporta el balance, en forma de estado de equilibrio financiero, y el estado de resultados, en forma de cascada a partir de la cifra de ventas; esta información permite deducir la rentabilidad económica del activo, el coste de los recursos de terceros y la rentabilidad de los fondos propios en forma homogénea y, por lo tanto, comparable tanto sector a sector como año a año. Sin embargo, este meritorio esfuerzo del Banco de España —que nunca será bastante felicitado por tan importante y útil iniciativa— no puede evitar que el retraso con el que las empresas cumplimentan los cuestionarios se traduzca, de hecho, en la publicación del análisis económico financiero casi un año después del cierre del ejercicio a que se refiere. Por otra parte, la misma naturaleza confidencial de los cuestionarios conduce a que los resultados del análisis no se publiquen empresa por empresa, sino agregados por grandes sectores o, a lo sumo, por sectores.

Naturalmente que, además, y precisamente como base de estas informaciones de naturaleza

colectiva o sectorial, se dispone de las memorias de cada una de las empresas; pero, dejando aparte que no son muchas las que difunden profusamente, el trabajo de análisis y comparación de dichas memorias no está al alcance de todo el mundo.

Información sobre la banca

En contraste con el carácter aislado, incompleto, fragmentario y tardío de la información financiera de las empresas españolas en general, la información disponible sobre la banca es puntual, completa, homogénea y, al mismo tiempo, conjunta y desagregada. En efecto; en primer lugar, los balances mensuales de todos y cada uno de los bancos se publican aproximadamente un mes y medio después del fin de cada mes; en segundo lugar, las cuentas de pérdidas y ganancias semestrales de todos y cada uno de los bancos se publican aproximadamente dos meses después del cierre del semestre; en tercer lugar, el Banco de España elabora un informe trimestral sobre el balance y la cuenta de resultados confidenciales, por grupos de bancos similares, que aparece a los dos meses, a lo sumo, del fin de cada trimestre; en cuarto lugar, el propio Banco de España, en su *Boletín Económico* correspondiente al mes de marzo o abril de cada año, publica un análisis pormenorizado de los resultados de la banca —y de las cajas de ahorros— del año anterior; finalmente, están las memorias anuales e informes semestrales o trimestrales, publicados por cada uno de los bancos de acuerdo con su propio estilo.

Toda esta riqueza informativa, cuya principal ventaja es que aparece en forma homogénea y comparativa, permite toda clase de estudios sobre los resultados de la banca. Nada de particular tiene, por lo tanto, que, con una inusitada frecuencia, los medios de información pública se dediquen a comentar dichos resultados; prácticamente cada trimestre aparecen titulares de prensa en relación con los beneficios de la banca. Desde luego que en este hecho influye, en gran manera, el casi morboso interés que la gente siente hacia todo lo que se refiere a la banca.

Sin embargo, a pesar de esta abundancia informativa y del gran interés demostrado por la gente, todavía no se ha entendido, en mi opinión, la verdadera esencia de la cuenta de resultados de la banca y, por lo tanto, la mayoría de los juicios que se emiten sobre los beneficios que presenta son, a mi entender, incorrectos. Así pues, antes de analizar los resultados de la banca en cifras, comentando su evolución pasada y previsible, quiero dedicar algunos párrafos a exponer algunas ideas elementales, pero no siempre tenidas en cuenta, sobre la manera en que la banca genera los resultados de su actividad.

La cuenta de resultados de la banca

La cuenta de resultados de la banca se hace a partir de dos fuentes de ingresos claramente diferenciadas. Una de ellas, la más importante —derivada de la principal función de la banca como intermediario entre el ahorro y la inversión— es el arbitraje entre intereses activos e intereses pasivos, es decir, entre lo que se percibe por la inversión de recursos y lo que se satisface para disponer de dichos recursos. La inversión rentable de recursos consiste principalmente en créditos y descuentos, pero también se hace en valores de renta fija o variable, sean públicos o privados, en activos monetarios o depósitos en otras entidades del sistema financiero, y, en algunas ocasiones, en inmuebles de renta. El arbitraje entre los intereses activos y los pasivos da lugar a lo que se llama «margen financiero bruto».

Digo bruto porque, procediendo en forma correcta, de dicho margen hay que deducir las provisiones anuales por deudores morosos y dudosos, a fin de dotar los fondos a los que se cargarán, en su momento, los activos que, de acuerdo con determinadas reglas de buena administración, haya que considerar fallidos; sin obstáculo de reincorporar a los productos de cada ejercicio —o, lo que es lo mismo, deducir de las provisiones de cada año— los fondos que han quedado disponibles porque los morosos o dudosos se han puesto al día, así como las recuperaciones de activos previamente amortizados o regularizados. Deducidas estas cantidades destinadas al saneamiento de créditos, se obtiene el «margen financiero neto», que constituye la primera y principal fuente de ingresos en la cuenta de resultados de los bancos.

La segunda fuente de ingresos se llama «productos de servicios» y es la derivada de la prestación de aquellos servicios que no demandan empleo de recursos. Estos servicios pueden ser con riesgo para el banco —como, por ejemplo, los avales, garantías y créditos documentarios, así como las tarjetas de crédito— o sin riesgo para el banco —como, por ejemplo, la compraventa de divisas, las ope-

CUADRO N.° 1

EVOLUCION DE LOS RESULTADOS DE LA BANCA PRIVADA
(En miles de millones y en porcentaje sobre activos totales medios)

	1970		*1973*		*1978*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*	
	M.M.	*%*	*M.M.*	*%*	*%*	*%*	*%*	*%*	*%*	*M.M.*	*%*
Activos totales medios	**1.488**	**100,00**	**2.879**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**27.824**	**100,00**
Productos financieros	92	6,37	178	6,20	10,36	12,48	12,16	11,81	10,77	2.840	10,21
— Costes financieros	42	2,91	81	2,80	5,90	8,66	8,16	8,04	7,17	1.781	6,40
= Margen financiero bruto ..	50	3,46	97	3,40	4,45	3,82	4,00	3,77	3,60	1.059	3,81
— Saneamientos créditos	1	0,09	2	0,06	0,37	0,67	0,96	0,88	0,60	155	0,56
= Margen financiero neto ...	49	3,37	95	3,34	4,08	3,15	3,04	2,89	3,00	904	3,25
+ Productos de servicios	5	0,33	9	0,30	0,41	0,83	0,88	0,77	0,72	205	0,74
= Margen de explotación	54	3,70	104	3,64	4,49	3,98	3,92	3,66	3,72	1.109	3,99
— Gastos de explotación	38	2,61	71	2,46	3,50	3,11	3,03	2,79	2,67	736	2,65
= Resultado ordinario	16	1,09	33	1,18	0,99	0,87	0,89	0,87	1,05	373	1,34
± Otros productos y quebrantos	+2	+0,12	+5	+0,12	−0,12	−0,27	−0,25	−0,28	−0,32	−143	−0,51
= Beneficio antes de impuestos	**18**	**1,21**	**38**	**1,30**	**0,87**	**0,60**	**0,64**	**0,59**	**0,73**	**230**	**0,83**
En pesetas de 1973	**23**		**38**							**38**	

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

raciones de Bolsa, los giros y transferencias, la domiciliación de recibos—, pero tanto los unos como los otros se distinguen de las operaciones comprendidas en el margen financiero en que el banco no necesita recursos financieros para desarrollar esta segunda línea de actividad. Los «productos de servicios» son, pues, el saldo neto entre las comisiones percibidas y las pagadas o cedidas en el ejercicio de esta secundaria función de la banca.

La suma de lo obtenido de las dos fuentes descritas —margen financiero neto y productos de servicios— constituye el «margen de explotación». Es evidente que, según países, según épocas y según instituciones varía el peso en el margen total de cada uno de sus componentes. Volveremos sobre este aspecto más adelante. El margen de explotación tiene que absorber los gastos en que se ha incurrido para llevar a cabo el negocio; es decir, del margen hay que deducir los «gastos de explotación» para llegar al «resultado ordinario». Estos gastos pueden descomponerse, y de hecho así se hace, en cuatro grandes capítulos: gastos de personal, gastos generales, tributos varios y amortizaciones. Los mismos títulos de estos cuatro capítulos ilustran suficientemente sobre su contenido, con sólo añadir que dentro de los gastos de personal están, o deben estar, no sólo los sueldos del personal en activo, sino también las cuotas de la seguridad social, los otros gastos en beneficio del personal y las cantidades satisfechas a pensionistas; y que tributos varios son todas las contribuciones distintas del impuesto sobre el beneficio.

El resultado ordinario de gestión debe considerarse como la más correcta expresión del beneficio, antes de impuestos, derivado de la actividad bancaria. Pero esta cifra viene corregida, en la realidad, por los productos y quebrantos procedentes de hechos no directamente relacionados con la ordinaria actividad bancaria. Entre ellos, tienen especial relieve los beneficios y pérdidas procedentes de la enajenación de valores e inmuebles, así como los saneamientos de las pérdidas latentes en la cartera de títulos, ya que las plusvalías sólo deben contabilizarse cuando realmente se producen, pero las minusvalías hay que provisionarlas tan pronto como se detectan.

I. ANALISIS DE LOS ULTIMOS QUINCE AÑOS

Planteada de esta forma, la cuenta de resultados de la banca puede presentarse en forma de cascada, tal como aparece en el cuadro n.° 1. Esta presentación tiene más sentido que la habitual presentación con costes al debe y productos al haber, ya que los distintos saltos de la cascada permiten ver, de manera clara, cómo se han obtenido los resultados, y la influencia de cada uno de los pasos, sumando o restando, para llegar al final. Por otra parte, la explicitación de los principales componentes —margen financiero, productos de servicios y gastos de explotación— facilita la formulación de las acciones correctoras a emprender para compensar el eventual deterioro de uno de ellos con la posible mejora de los restantes.

El engaño de las cifras absolutas

Sin embargo, aun en forma de cascada, la cuenta de resultados de la banca en cifras absolutas tiene escaso significado, sobre todo cuando se trata de analizar su evolución a lo largo del tiempo. De aquí la conveniencia, en una primera aproximación, de expresar cada uno de los niveles de la cascada en forma de porcentaje de los activos totales medios del ejercicio, ya que esta última magnitud es la mejor estimación disponible de los medios puestos en juego para lograr los resultados. Esto es lo que se ha hecho, para el período 1970-1986, en el cuadro n.° 1, en el que, para no hacerlo demasiado farragoso, se han presentado sólo los años más significativos.

Operando de la forma descrita, se pone de manifiesto que si entre un año y el siguiente el beneficio en cifras absolutas aumenta en un porcentaje inferior al que arroja el aumento de los activos totales medios entre ambos ejercicios, el beneficio en porcentaje de los activos totales medios disminuye; es decir, el segundo ejercicio ha sido peor que el primero, porque se ha deteriorado la capacidad de generar beneficios, aunque el beneficio en cifras absolutas haya aumentado. Y viceversa, si el beneficio aumenta en porcentaje superior al aumento porcentual de los activos totales medios, el beneficio en porcentaje de los activos totales medios aumenta, significando que ha aumentado la capacidad de generar beneficios y que, por lo tanto, el ejercicio ha sido mejor que el precedente.

El mejor año: 1973

En cambio, operando con cifras absolutas, la estadística resulta engañosa, ya que lo normal es que, a consecuencia simplemente del crecimiento vegetativo de los recursos puestos en juego, el beneficio de cada año sea superior al del año anterior. De hecho, así ha sucedido en la banca española desde 1970 hasta 1986, período en el que el beneficio antes de impuestos ha pasado de 18 mil millones a 230 mil millones. Mirando a las cifras absolutas, podría decirse que en estos quince años, si exceptuamos los años 1978 y 1982, siempre cada año ha sido mejor que el anterior. La realidad es muy otra; mirando la evolución del beneficio en porcentaje de los activos totales medios, el mejor año para la banca fue el año 1973. En dicho año, el beneficio de 38 mil millones representó el 1,30 por 100 sobre los activos totales medios, que es el porcentaje máximo alcanzado. Desde entonces, el beneficio porcentual se deterioró año a año, sin excepción, para llegar al mínimo de 0,59 por 100 en 1984; a partir de dicho año, el beneficio se recuperó algo para subir en 1985 al 0,73 por 100, con 192 mil millones en cifras absolutas, y en 1986 a 230 mil millones, que representan el 0,83 por 100 de los activos totales medios.

Si bien la corrección del impacto de la inflación en la cuenta de resultados de los bancos hay que hacerla de otra forma, parece interesante añadir que los 192 mil millones de 1985 equivalen a menos de 35 mil millones en pesetas de 1973, año en el que la banca ganó 38 mil millones. Es decir, expresando el beneficio en pesetas constantes, el de 1985 es inferior al obtenido en 1973, y únicamente en 1986 los beneficios medidos en pesetas constantes se igualan a los obtenidos en 1973. De todas formas, para obviar disquisiciones sobre el ajuste del beneficio a la inflación, es más importante señalar que, en pesetas corrientes, pero en términos porcentuales, la recuperación del beneficio en 1986 —hasta el 0,83 por 100 de los activos medios totales— todavía no lo ha llevado más que al 64 por 100 del máximo alcanzado en 1973.

Las causas del deterioro del beneficio

Veamos ahora las causas del deterioro y posterior parcial recuperación de los resultados, así como la estrategia de la banca, en cada una de las partidas que

integran la cuenta, para intentar proteger el beneficio. Desde 1973 hasta 1978 el margen financiero bruto se incrementa, pasando del 3,40 al 4,45 por 100 de los activos medios, al tiempo que crecen también los gastos de explotación, que suben del 2,46 al 3,50 por 100. Son los tiempos en que la captación de pasivo se hace aumentando fuertemente el número de oficinas, que pasan de 5.437 en 1973 a 11.094 en 1978, y aumentando también el número de empleados, que pasan de 131.832 en 1973 a 175.774 en 1978. Pero la banca, en aquel período, es capaz de trasladar los gastos de transformación al coste del crédito, sin aumentar paralelamente la remuneración del ahorro. Así se ve que, hablando siempre en porcentaje de los activos totales, los productos financieros pasan del 6,20 al 10,36 por 100, mientras que los costes financieros pasan del 2,80 al 5,90 por 100, con mejoría de más de un punto en el margen financiero bruto.

Pero también en aquella época —1973 a 1978— empieza a aparecer, a consecuencia de la crisis que afecta a los acreditados, la necesidad de dotar, más seriamente de lo que se había hecho hasta entonces, las provisiones para saneamiento de créditos, que ascienden de un exiguo 0,06 por 100 en 1973 a un 0,37 por 100 en 1978. Por otra parte, los productos de servicios, que en aquellos años tuvieron muy escaso peso —8 ó 9 por 100— en el margen total, sólo suben del 0,30 al 0,41 por 100 de los activos medios. Además, los productos y quebrantos ajenos a la explotación ordinaria, que hasta 1973 tenían una contribución positiva al beneficio final, en 1978 se convierten en un sumando negativo. Con todo ello, el beneficio cae al 0,87 por 100 de los activos medios, es decir, se produce un descenso de 33 centésimas en 5 años.

El peor año: 1984

Avanzando en la serie cronológica, fácilmente se ve que el año 1984 es, para la banca, el peor año de todos los aquí analizados. ¿Cúales fueron las causas del nuevo deterioro habido entre 1978 y 1984? En primer lugar, empieza el estrechamiento del margen financiero bruto, que en 1982 cae al 3,82 por 100, porque el coste de los recursos comienza a crecer más que el rendimiento de los empleos. Además, prosigue el fuerte incremento de las provisiones para insolvencias que, ante la necesidad de cubrir el progresivo deterioro de la calidad de los créditos, ascienden en 1982 al 0,67 por 100 de los activos medios; es decir, casi el doble, en términos porcentuales, de la dotación de 1978. La máxima dotación anual para insolvencias tuvo lugar al año siguiente, 1983, alcanzándose el 0,96 por 100 de los activos totales medios; a partir de entonces estas dotaciones disminuyen.

Frente a estos factores negativos, en aquel quinquenio, al lado de una sensible mejora en la contribución de los productos de servicios que, en relación con los activos medios, pasan del 0,41 por 100 en 1978 al 0,83 por 100 en 1982, empezó una notable reducción de los gastos de transformación, que descendieron desde el 3,50 por 100 en 1978 al 3,11 por 100 en 1982. Pero estas mejoras no fueron capaces de contrarrestar los elementos negativos, y en 1982 el beneficio antes de impuestos cayó al 0,60 por 100 de los activos medios.

En 1983 parece iniciarse la tendencia contraria, ya que se produce una ligera recuperación del beneficio hasta el 0,64 por 100 de los activos, a consecuencia de una fuerte recuperación del margen financiero bruto, que se coloca en el 4,00 por 100, porque, al iniciarse en aquel año el descenso de los tipos de interés, la caída de los costes financieros, en términos porcentuales, tiene mayor entidad que la de los productos financieros. Por otra parte, la mayor dotación a saneamiento de créditos que, como queda dicho, alcanzó el máximo en 1983, se vio parcialmente compensada por los productos de servicios, que alcanzaron el máximo histórico del 0,88 por 100, y por la continuación de la reducción de los costes de transformación, que bajaron al 3,03 por 100.

Sin embargo, en 1984 tiene lugar un nuevo retroceso del beneficio. El margen financiero cae al 3,77 por 100, y los productos de servicios, al 0,77 por 100. Aunque el saneamiento de créditos se reduce al 0,88 por 100 y los gastos de explotación bajan al 2,79 por 100, ambas mejoras no bastan para compensar los empeoramientos, y el resultado final es que el beneficio antes de impuestos desciende al 0,59 por 100 de los activos totales medios, con lo cual 1984 se convierte en el peor año de la historia de la banca, por lo menos en los tres lustros aquí analizados.

La recuperación del resultado

En 1985 empieza, de hecho, la ligera recuperación de los resul-

CUADRO N.° 2

DOTACIONES PARA SANEAMIENTO DE CREDITOS

	Dotaciones (Millones de pesetas)	*% sobre activos totales medios*
1970	1.336	0,09
1971	1.578	0,08
1972	2.074	0,09
1973	1.813	0,06
1974	2.714	0,07
1975	2.708	0,06
1976	4.201	0,07
1977	8.106	0,12
1978	29.075	0,37
1979	46.518	0,51
1980	81.091	0,73
1981	94.918	0,69
1982	113.400	0,67
1983	189.453	0,96
1984	206.412	0,88
1985	156.872	0,60
1986	154.756	0,56

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

tados finales, llegándose, como hemos visto, a un beneficio del 0,73 por 100 de los activos totales medios. En esta evolución se combinan varios movimientos de signo contrario. Por un lado, el margen financiero bruto vuelve a estrecharse, porque, al continuar la caída tanto de rendimientos como de costes financieros, los primeros lo hacen ahora en mayor cuantía que los segundos, así se explica que en 1985 este margen se sitúe en el 3,60 por 100, con casi un punto de caída sobre el 4,45 por 100, máximo margen bruto alcanzado en 1978. En el mismo sentido, los productos de servicios, que lograron subir hasta el 0,88 por 100 en 1983, caen de nuevo al 0,72 por 100 en 1985.

Por contra, los saneamientos de créditos se redujeron hasta el 0,60 por 100 de los activos totales, con lo cual el margen de explotación que, sin esta menor necesidad de provisiones habría descendido al 3,36 por 100 de los activos, se sitúa en el 3,72 por 100. Por otra parte, los costes de transformación, que siguen la tendencia decreciente iniciada en 1980, se redujeron en 1985 al 2,67 por 100, frente al 2,79 por 100 en 1984. Esta diferencia positiva de 0,12 puntos, unida a la mejora de 0,06 puntos en el margen de explotación hace que, con una detracción superior sólo en 4 centésimas de otros productos y quebrantos, saneamiento de valores y otras dotaciones, el resultado final de 1985 —0,73 por 100— sea 0,14 puntos superior al 0,59 por 100 de 1984.

La tendencia favorable continúa en 1986, año en el que el beneficio antes de impuestos en relación con los activos totales medios mejora 10 centésimas sobre el porcentaje logrado en 1985. Las causas de esta nueva recuperación se encuentran en el ensanchamiento del margen financiero bruto, al haberse reducido en superior cuantía los costes financieros que los productos, movimiento contrario del que venía siendo habitual y que produce una mejora de 21 centésimas sobre el porcentaje del año anterior, lo que, junto con la ligera elevación de los productos de servicios, la tradicional reducción de los gastos de explotación y las menores necesidades de dotaciones para saneamiento de créditos, producen en conjunto una subida adicional de 29 centésimas en los resultados de explotación.

Por el contrario, las cantidades destinadas a provisiones para otras contingencias, principalmente fondo de pensiones, ascendieron en el año a 154.556 millones, el 0,55 por 100 de los activos totales medios, que supone 19 centésimas más que en el año anterior, lo que, unido al mantenimiento de las aportaciones de otros abonos y adeudos

en 4 centésimas en ambos años, producen que los beneficios antes de impuestos se sitúen en 1986 en un nivel del 0,83 por 100, superior al 0,73 por 100 sobre activos totales medios obtenidos en 1985.

* * *

Como acabamos de ver, los resultados brutos de la actividad estrictamente financiera vienen corregidos, a la baja o al alza, por los saneamientos de créditos, los productos de servicios y los costes de transformación. De estos últimos, los más importantes son los gastos de personal, que son función del número de empleados y del nivel de remuneración per cápita, y los gastos generales, los cuales, en parte, están en conexión —como lo están las amortizaciones— con el número de oficinas. Conviene, por lo tanto, ver con algún detalle cómo se han comportado, a lo largo de los diecisiete años analizados, estos ingredientes de la cascada de resultados, y las causas de tal comportamiento.

Las dotaciones para saneamiento de créditos

En el cuadro n.° 2 se presenta la evolución de las dotaciones anuales netas para saneamiento de créditos, en cifras absolutas y porcentajes sobre activos totales medios, en cada uno de los años que van desde 1970 a 1986. A partir del año 1984, inclusive, estas dotaciones comprenden las destinadas a cubrir el riesgo país, es decir, la eventual falencia de los créditos a países que han renegociado su deuda externa. Como se ve, la mayor dotación tuvo lugar, en cifras absolutas, en 1984, y en porcentaje de los activos totales medios, en 1983. A partir de dichos años, y reflejando la mejoría de las empresas acreditadas por la banca, tanto los porcentajes como las cifras absolutas iniciaron el descenso, a pesar de las dotaciones para riesgo país, que en los últimos años ha habido que reforzar.

Las provisiones, por insolvencias internas y por riesgo país, constituidas al 31 de diciembre de 1986, ascendían, en la totalidad de la banca, a 519 mil millones de pesetas, de los cuales 418 mil millones correspondían al fondo de provisiones para insolvencias. Esta cifra, comparada con los 534 mil millones de deudores morosos contabilizados en la misma fecha, equivale a una cobertura del 78,28 por 100 de los morosos y es igual al 2,68 por 100 del total de créditos y riesgos de firma.

Los productos de servicios

En el cuadro n.° 3 figuran los productos de servicios, en los mismos años 1970 a 1986, tanto

CUADRO N.° 3

PRODUCTOS DE SERVICIOS

	Millones de pesetas	*% sobre margen de explotación total*
1970	4.796	8,91
1971	5.897	8,96
1972	6.308	7,88
1973	8.900	8,50
1974	10.106	7,71
1975	14.095	8,10
1976	20.270	9,01
1977	28.381	9,48
1978	31.936	9,25
1979	61.054	14,92
1980	87.061	17,83
1981	112.034	18,90
1982	142.203	20,97
1983	174.037	22,48
1984	180.900	21,13
1985	189.863	19,42
1986	204.675	18,46

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

CUADRO N.° 4

CIFRAS Y *RATIOS* SIGNIFICATIVOS DE LA BANCA ESPAÑOLA

Años	*Oficinas (*)*	*Empleados (*)*	*Gastos personal (millones ptas.)*	*Gastos generales (millones ptas.)*	*Empleados por oficina*	*Gastos personal por empleado (miles ptas.)*	*Gastos generales por oficina (miles ptas.)*	*I.P.C.*
1970	4.190	s.d.	25.746	7.023	s.d.	s.d.	1.676	100
1971	4.364	s.d.	31.202	8.997	s.d.	s.d.	2.062	108
1972	4.674	s.d.	37.758	10.472	s.d.	s.d.	2.240	117
1973	5.174	127.568	47.936	13.602	24,7	376	2.629	131
1974	5.531	136.392	61.086	18.338	24,7	448	3.315	151
1975	6.597	148.190	84.161	25.122	22,5	568	3.808	177
1976	8.331	160.328	109.151	32.427	19,2	681	3.892	203
1977	9.649	168.233	154.666	43.009	17,4	919	4.457	253
1978	10.650	173.506	190.233	51.430	16,3	1.096	4.829	303
1979	11.665	177.578	225.220	64.843	15,2	1.268	5.559	351
1980	12.729	179.828	275.374	83.369	14,1	1.531	6.550	405
1981	13.756	178.752	316.974	103.131	13,0	1.773	7.497	464
1982	14.832	176.493	363.736	121.188	11,9	2.060	8.171	531
1983	15.710	174.168	405.449	143.847	11,1	2.328	9.156	596
1984	16.222	170.734	435.442	158.459	10,5	2.550	9.768	663
1985	16.483	166.239	468.290	173.027	10,1	2.817	10.497	722
1986	16.520	161.760	491.648	183.922	9,8	3.039	11.133	785

(*) Media del año.
Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

en cifras absolutas como en porcentajes del margen total de explotación, compuesto, como hemos visto, del margen financiero, neto de saneamiento de créditos, más los productos de servicios. En este cuadro se observa que hasta 1978 el peso de los productos de servicios fue muy bajo. A partir de 1979, la banca empieza a desarrollar el propósito de cobrar la prestación de servicios que hasta entonces se ofrecían con carácter gratuito, aunque las comisiones percibidas estaban, y siguen estando, muy lejos de compensar los costes incurridos por razón de dichos servicios. De esta forma se logra que, en 1983, los productos de servicios representen casi el 22,5 por 100 del margen total de explotación, que es la mayor participación alcanzada hasta la fecha. La tendencia a la recuperación del margen financiero neto, a consecuencia sobre todo de la disminución de las dotaciones para saneamientos de créditos, y un cierto estancamiento en la lucha por cobrar los servicios, explican que, desde 1984, el peso de esta clase de productos caiga de nuevo, recuperándose ligeramente en 1986, ejercicio en el que alcanza un nivel parecido a los de 1980 y 1981.

La batalla para el cobro de los servicios es una de las mayores que actualmente tiene planteada la banca, no sólo en España sino en casi todos los países, ya que la resistencia del cuerpo social, por una parte, y la fuerte competencia financiera, por otra parte, hacen que resulte difícil avanzar en esta línea que, sin embargo, es totalmente necesario no abandonar. Los bancos, sean o no conscientes de ello, pierden actualmente mucho dinero en la prestación de determinados servicios. Y «pierden» significa que en los servicios prestados en el tráfico interior no recuperan ni el 75 por 100 de los costes incurridos, sin imputar a dichos servicios ninguna participación en los gastos de estructura. Los servicios en los que la banca pierde más dinero son la negociación, compensación y cargo de cheques de cuenta corriente; los giros y transferencias; el adeudo de recibos domiciliados, y las tarjetas, sean de pago, sean de crédito.

Los costes de transformación

Pasando ahora a los costes de transformación y su relación con el número de oficinas y el de empleados, el cuadro n.° 4 presenta la evolución de las magnitudes en juego. En cuanto a las oficinas, desde 1970 hasta 1974 la expansión, férreamente regu-

lada, fue muy modesta; del orden de las 335 oficinas por año. A partir de 1975, las medidas liberalizadoras provocan un fuerte incremento del número de oficinas, que pasan, en nueve años, de 5.531 en 1974 a 15.710 en 1983; lo que significa una media de 1.131 oficinas por año o una tasa de expansión del 12,3 por 100 anual acumulativo. Desde 1984 el crecimiento de las oficinas se ha moderado progresivamente, año a año, de forma que en 1986, aunque el número medio de oficinas en funcionamiento resulte superior al de 1985, las cerradas en el año superaron en 96 a las abiertas, con reducción, por primera vez, del número de las existentes a fin de año.

Paralelamente a la expansión de oficinas, se produjo una expansión del número de empleados, aunque la reducción empezó mucho antes, en 1981, cuando todavía las oficinas seguían aumentando fuertemente. De hecho, desde el máximo de casi 180.000 empleados, alcanzado en 1980, hasta los 162.000 correspondientes a 1986 la cifra media anual de empleados se ha reducido en unas 18.000 personas al ritmo promedio de 3.000 personas por año.

Vista a *posteriori*, cabe preguntarse por la bondad, económicamente hablando, de la gran expansión en oficinas y empleados realizada por la banca. Sin embargo, la evolución comparada de las oficinas y los empleados puede ayudar a entender que este proceso no ha sido tan irracional como a primera vista parece. En primer lugar, la expansión de oficinas, y la gran penetración bancaria resultante, ha respondido a la necesidad de competir en una época en que, dada la fuerte regulación existente en otros campos, la banca sólo podía hacerlo en la captación de recursos, acercándose más y más a los proveedores de ahorro mediante la apertura de nuevas oficinas, la mayoría de las cuales ocupaban a un número muy reducido de empleados. En segundo lugar, una gran parte de las oficinas abiertas en los años ochenta se nutrían no con personal de nueva contratación, sino con los excedentes resultantes de los esfuerzos de mecanización e informatización de los procesos bancarios. Es decir, con el personal sobrante de los servicios centrales los bancos abrían sucursales y, sobre todo, agencias urbanas que, a su vez, demandaban poco personal gracias a los medios informáticos implantados. Ambas cosas que-

CUADRO N.° 5

EVOLUCION DE LOS RESULTADOS DE LA BANCA PRIVADA
(En millones de pesetas y en porcentajes sobre activos totales)

	1983		*1984*				*1985*				*1986*			
			1.er semestre		*2.° semestre*		*1.er semestres*		*2.° semestre*		*1.er semestre*		*2.° semestre*	
	Millones de ptas.	*%*	*Millones de ptas.*	*%*	*Millones de ptas.*	*%*	*Millones de ptas.*	*%*	*Millones de ptas.*	*%*	*Millones de ptas.*	*%*	*Millones de ptas.*	*%*
Activos totales medios	**19.739.823**	**100,00**	**22.110.004**	**100,00**	**24.568.144**	**100,00**	**25.871.738**	**100,00**	**26.599.822**	**100,00**	**27.453.801**	**100,00**	**28.194.293**	**100,00**
Productos de empleos	2.399.815	12,16	1.324.030	11,98	1.433.620	11,67	1.398.975	10,81	1.427.476	10,73	1.412.659	10,29	1.426.979	10,12
– Costes financieros	1.610.283	8,16	887.183	8,03	988.738	8,05	953.367	7,37	928.200	6,98	903.109	6,58	877.841	6,23
= Margen financiero bruto	789.532	4,00	436.847	3,95	444.882	3,62	445.608	3,44	499.276	3,75	509.550	3,71	549.138	3,89
– Saneamiento de crédito neto	189.453	0,96	75.558	0,68	130.854	1,06	60.794	0,47	96.078	0,72	73.833	0,54	80.923	0,57
= Margen financiero neto	600.079	3,04	361.289	3,27	314.028	2,56	384.814	2,97	403.198	3,03	435.717	3,17	468.215	3,32
+ Productos de servicios	174.037	0,88	86.328	0,78	94.572	0,77	91.781	0,71	98.082	0,74	98.525	0,72	106.150	0,75
= Margen de explotación	774.116	3,92	447.617	4,05	408.600	3,33	476.595	3,68	501.280	3,77	534.242	3,89	574.365	4,07
Gastos de personal	405.449	2,05	215.922	1,95	219.520	1,79	231.870	1,79	236.420	1,78	246.748	1,80	244.900	1,74
Otros gastos generales y tributos	159.590	0,81	82.653	0,75	91.729	0,75	87.608	0,68	98.228	0,74	92.588	0,67	107.810	0,76
Amortizaciones	34.631	0,17	19.770	0,18	21.108	0,17	21.183	0,16	25.488	0,19	20.717	0,15	23.340	0,17
– Gastos ordinarios	599.670	3,03	318.345	2,88	332.357	2,71	340.661	2,63	360.136	2,71	360.053	2,62	376.050	2,67
= Resultados antes de provisiones	174.446	0,89	129.272	1,17	76.243	0,62	135.934	1,05	141.144	1,06	174.189	1,27	198.315	1,40
– Saneamiento de valores	21.340	0,11	7.023	0,06	16.961	0,14	6.955	0,05	18.555	0,14	3.745	0,03	8.695	0,06
– Otras dotaciones	29.269	0,15	20.030	0,18	20.343	0,16	32.497	0,25	36.908	0,28	58.779	0,43	83.337	0,59
= Resultados ordinarios	123.837	0,63	102.219	0,93	38.939	0,32	96.482	0,75	85.681	0,64	111.665	0,81	106.283	0,75
± Otros abonos y adeudos	+1.636	+0,01	−472	−0,01	−1.399	−0,01	+5.461	+0,04	+3.897	+0,03	+12.943	+0,10	−929	−0,00
= **Beneficio antes de impuestos**	**125.473**	**0,64**	**101.747**	**0,92**	**37.540**	**0,31**	**101.943**	**0,79**	**89.578**	**0,67**	**124.608**	**0,91**	**105.354**	**0,75**

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

dan probadas por la relación empleados por oficina incluida en el cuadro n.° 4, que disminuye rápidamente desde casi 25 personas en 1974 a menos de 10 en 1986. Dicho sea de paso, y como mayor comprobación, el número de empleados por oficina en España es el más bajo de los países del Mercado Común, cuya media rebasa las 20 personas por oficina.

Por otra parte, si los gastos de personal por empleado entre 1973 y 1986 han crecido a la tasa anual compuesta del 17,4 por 100, cuando el índice de precios al consumo creció, en el mismo período, a una tasa equivalente al 14,8 por 100 anual compuesto, los gastos generales por oficina, en los mismos años, crecieron al 11,7 por 100 anual compuesto; es decir, menos que la inflación.

En resumen, la banca se expansionó fuertemente en oficinas y empleados desde 1973 hasta 1980 y, a partir de entonces, empezó a reducir el personal, sin parar la expansión de oficinas, que parece haber llegado a su techo en 1986. Pero, en todo caso, la banca procuró contener el gasto en términos relativos, si bien lo logró más en lo que se refiere a gastos generales por oficina que a gastos de personal per cápita; consecuencia, sin duda, del sistema de concertación social imperante.

De todas formas, el conjunto de los gastos de explotación, en porcentaje de los activos totales medios, se ha reducido fuertemente, como queda dicho, al pasar desde el 3,50 por 100 en 1978 al 2,65 por 100 en 1986.

II. ANALISIS DE LOS ULTIMOS SEIS SEMESTRES

Después de este recorrido, a grandes rasgos, sobre las principales magnitudes que integran la cuenta de resultados de los bancos y su evolución a lo largo de los años que van desde 1970 a 1986, puede ser útil, sobre todo para prever el inmediato futuro, profundizar el análisis, mediante una mayor desagregación de los componentes de la cascada, a fin de ver el comportamiento de los distintos elementos de rentabilidad y coste, y mediante una división de los años en semestres, para mejor detectar las tendencias. Este análisis partirá del año 1983 y se limitará a los seis semestres que van de diciembre de 1983 a diciembre de 1986 (cuadro n.° 5).

Rendimiento del activo

Desde el comienzo de 1984 se viene asistiendo a un proceso de reducción generalizada de tipos de interés, consecuencia de la atonía inversora registrada en el sector privado y de la situación de relativa holgura de liquidez, que ha permitido que nuestros tipos se unan a esta tendencia a la baja imperante en los principales países industrializados.

Los productos de empleos en función de los activos totales medios, es decir, la rentabilidad del activo total (cuadros n.ºs 6 y 8) desde 1983 hasta 1986 disminuye 1,95 puntos porcentuales, pasando de 12,16 por 100 a 10,21 por 100. En el mismo período, el rendimiento del activo rentable disminuyó 2,04 puntos porcentuales, baja superior a la registrada por el rendimiento total del activo, como consecuencia de la mejora de la estructura de los empleos no rentables, por disminución de las rúbricas de inmovilizado.

La inversión crediticia libremente otorgada al sector privado redujo su rentabilidad en 1,82 puntos porcentuales, pero la mejora económica registrada hizo que los morosos disminuyeran su incidencia en el conjunto del balance, lo que, unido al aumento de la rentabilidad de la inversión en valores, dio como resultado que el crédito total al sector privado solamente experimentara una disminución en su rentabilidad de 1,66 puntos porcentuales. El total del crédito otorgado al sector público (crédito, fondos públicos y pagarés del Tesoro no afectos a coeficientes) redujo su rendimiento medio en 6,13 puntos, al disminuir drásticamente la rentabilidad de los pagarés del Tesoro suscritos libremente por la banca, que del 16,38 por 100 que se obtenía en 1983 pasó a un 8,89 por 100 en 1986. Los empleos en entidades de crédito descienden igualmente su porcentaje de rentabilidad en 1,33 puntos porcentuales.

La inversión afecta a coeficientes (caja y depósitos en Banco de España, fondos públicos, inversiones especiales y pagarés del Tesoro) aumenta significativamente su participación en el total de balance, 2,80 puntos, por los cambios introducidos en el régimen de coeficientes en el inicio de 1984, que elevaron notablemente el porcentaje de recursos de clientes a inmovilizar como coeficiente de caja y establecieron un nuevo coeficiente de deuda a corto y medio plazo, a cubrir con pagarés del Tesoro, como uno de los principales instrumentos reguladores de la po-

CUADRO N.º 6

ACTIVOS MEDIOS DE LA TOTALIDAD DE LA BANCA PRIVADA CON SUS PRODUCTOS

(En millones de pesetas)

	1983				*1986*			
	Saldos medios	*Peso %*	*Productos*	*Tipos %*	*Saldos medios*	*Peso %*	*Productos*	*Tipos %*
ENTIDADES DE CREDITO (1)	5.473.664	27,73	580.309	10,60	10.476.294	33,66	918.969	8,77
Banco de España	836.703	4,24	30.245	3,61	1.665.415	5,99	138.676	8,33
Resto entidades de crédito ..	3.375.353	17,10	343.402	10,17	5.809.065	20,88	513.477	8,84
Otros activos monetarios	1.261.608	6,39	206.662	16,38	3.001.814	10,79	266.816	8,89
INVERSION CREDITICIA (2) .	11.317.337	57,33	1.702.134	15,04	12.619.543	45,35	1.681.569	13,33
En pesetas	9.657.409	48,92	1.518.765	15,73	11.337.771	40,74	1.565.253	13,81
En moneda extranjera	1.659.928	8,41	183.369	11,05	1.281.772	4,61	116.316	9,07
**Sector público ..... **	**134.003**	**0,68**	**17.283**	**12,90**	**443.059**	**1,59**	**55.967**	**12,63**
En pesetas	78.295	0,40	12.537	16,01	432.089	1,55	54.564	12,63
En moneda extranjera	55.708	0,28	4.746	8,52	10.969	0,04	1.403	12,79
**Sector privado (a) ..... **	**10.611.955**	**53,76**	**1.672.293**	**15,76**	**11.585.699**	**41,64**	**1.625.602**	**14,03**
*Inversión obligatoria ..... *	*799.692*	*4,05*	*85.647*	*10,71*	*885.300*	*3,18*	*72.595*	*8,20*
En pesetas	794.183	4,02	85.057	10,71	882.300	3,17	72.350	8,20
En moneda extranjera (estimado)	5.509	0,03	590	10,71	3.000	0,01	245	8,20
*Inversión libre ..... *	*9.812.263*	*49,71*	*1.586.646*	*16,17*	*10.700.399*	*38,46*	*1.535.616*	*14,35*
A residentes	9.078.932	45,99	1.504.187	16,57	9.563.432	34,37	1.424.518	14,90
En pesetas	8.210.339	41,59	1.407.316	17,14	9.172.861	32,97	1.390.392	15,16
En moneda extranjera ..	868.593	4,40	96.871	11,15	390.571	1,40	34.126	8,74
A no residentes	733.331	3,72	82.459	11,24	1.136.967	4,09	111.098	9,77
En pesetas	48.523	0,25	2.751	5,67	328.109	1,18	31.882	9,72
En moneda extranjera ..	684.808	3,47	79.708	11,64	808.858	2,91	79.216	9,79
**Morosos y dudosos ..... **	**571.379**	**2,89**	**12.558**	**2,20**	**590.785**	**2,12**	**17.391**	**2,94**
*Sector público y privado . *	*565.457*	*2,86*	*12.424*	*2,20*	*570.025*	*2,05*	*17.011*	*2,98*
En pesetas	524.794	2,66	11.088	2,11	521.217	1,87	16.065	3,08
En moneda extranjera	40.663	0,20	1.336	3,29	48.808	0,18	946	1,94
*Entidades de crédito ..... *	*5.922*	*0,03*	*134*	*2,26*	*20.760*	*0,07*	*380*	*1,83*
En pesetas	1.275	0,01	16	1,25	1.194	0,00	—	—
En moneda extranjera	4.647	0,02	118	2,54	19.566	0,07	380	1,94
CARTERA DE TITULOS (3) ..	1.770.298	8,97	117.372	6,63	2.975.086	10,69	239.098	8,04
Fondos públicos	1.119.352	5,67	74.922	6,69	2.072.734	7,45	179.647	8,67
Valores privados	650.946	3,30	42.450	6,52	902.352	3,24	59.451	6,59
ACTIVO RENTABLE (I) = (1) + (2) + (3)	18.561.299	94,03	2.399.815	12,93	26.070.923	93,70	2.839.638	10,89
INMOVILIZADO	509.592	2,58	—	—	575.208	2,07	—	—
TESORERIA (b)	554.977	2,81	—	—	655.951	2,36	—	—
OTROS EMPLEOS NO RENTABLES	113.955	0,58	—	—	521.965	1,87	—	—
ACTIVO NO RENTABLE (II) .	1.178.524	5,97	—	—	1.753.124	6,30	—	—
TOTAL ACTIVO (I) + (II)	19.739.823	100,00	2.399.815	12,16	27.824.047	100,00	2.839.638	10,21

Nota:
(a) Incluye efectos redescontados y endosados, así como la partida «Préstamos y créditos de mediación».
(b) Caja + talones y cheques a cargo de otras entidades + Cámara de Compensación + efectos recibidos por aplicación.
Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

lítica monetaria. La inclusión de los pagarés del Tesoro, con superior rentabilidad a la del resto de los activos que componen los coeficientes, elevó en 1984 la rentabilidad del conjunto en 2,91 puntos porcentuales. Desde ese año hasta 1986 la inversión afecta a coeficientes baja su rendimiento solamente en 1,77 puntos, a pesar de que en ese período los pagarés del Tesoro disminuyen su rentabilidad en 4,29 puntos, debido a que la evolución de los tipos de rendimiento de los restantes activos que componen los coeficientes, al estar materializados en una gran parte en inversiones a largo plazo y bajo interés (fondos públicos e inversiones especiales) y mantener éstos sus tipos, compensaron en parte la fuerte baja en el rendimiento de los pagarés del Tesoro y la menor de los depósitos obligatorios en Banco de España afectos al coeficiente de caja.

La rentabilidad de estas inversiones afectas a coeficientes continuará con esta tendencia a la baja en los próximos meses, por los nuevos descensos en la retribución del tramo remunerado del coeficiente de caja por parte del Banco de España y por el simple vencimiento de los pagarés del Tesoro en cartera, cuya rentabilidad, que en 1986 se situaba en el 8,89 por 100, tenderá al 7,99 por 100, que son los tipos de las últimas subastas. Con ello la diferencia existente de 6,3 puntos porcentuales entre la rentabilidad de la inversión crediticia libre y la sujeta a coeficientes se verá, a corto plazo, posiblemente incrementada, y de esta forma no se habrá logrado ningún avance en el necesario proceso de clarificar la determinación de los tipos de interés aplicables al crédito libre en función del coste de los pasivos, influidos a su vez por sus propios coeficientes.

En el período comprendido entre 1983 y 1986, la baja de la rentabilidad total del activo ha sido similar a la registrada en los tipos de interés del crédito libre, aunque, si continúa la obligación de cubrir el subcoeficiente de deuda a corto y medio plazo con pagarés del Tesoro, actualmente con rentabilidad muy inferior a la del mercado con tasas de interés reales hasta hace poco negativas, las bajas de intereses que se registren en las operaciones libres de pasivo tendrán que superar a los descensos de rentabilidad del crédito libre para salvaguardar el nivel actual de margen financiero.

Costes financieros

Los costes financieros, al igual que los productos, evolucionaron a la baja, lográndose una reducción de 1,76 puntos en el período que comprende los ejercicios 1983 a 1986, al pasar del 8,16 por 100 al 6,40 por 100, con lo que se compensó en su mayor parte la reducción de la rentabilidad del Activo (cuadros n.os 7 y 8).

La interrelación entre los tipos aplicados a las operaciones activas y pasivas libres y los préstamos de regulación monetaria es cada vez mayor, y en especial en los dos últimos ejercicios, como se pone de manifiesto al analizar el período 1984-1986, en el que los préstamos del Banco de España redujeron su interés 3 puntos porcentuales y los intereses del crédito libre y de los depósitos libres (operaciones a más de 6 meses) bajaron 2,4 puntos y 2,7 puntos, respectivamente; similar tendencia mantuvieron los bonos de caja, al descender su coste 3,06 puntos.

En relación con la totalidad del período que aquí se analiza, es decir, desde 1983 a 1986 (cuadro n.° 8), los recursos procedentes de intermediarios financieros descendieron su coste en 1,43 puntos, los depósitos libres (operaciones a más de 6 meses) y los bonos de caja bajaron 3,87 puntos y 2,92 puntos respectivamente, mientras que los depósitos a plazo inferior a 6 meses, cuentas corrientes y de ahorro principalmente, solamente experimentaron una baja de 0,13 puntos, con lo que los titulares de esta clase de cuentas obtienen una cierta ventaja, ya que, al derivarse el tipo de retribución de estos depósitos de las prestaciones gratuitas de servicios que reciben y al mantenerse invariables éstas, se acortan sus diferenciales de interés respecto a los tipos de retribución de los depósitos libres. Por último, la cesión temporal de activos, prácticamente en su totalidad pagarés del Tesoro cedidos con compromiso de recompra, disminuyó su rendimiento en 4,13 puntos en el período considerado, baja lógicamente inferior a los 7,6 puntos de descenso registrado en las subastas, al ser el coste recogido en la cuenta de pérdidas y ganancias el resultante de las operaciones vivas en cartera y no el de las nuevas realizadas.

El pasivo oneroso en su conjunto descendió, en el período considerado, 1,70 puntos porcentuales, disminución que se eleva ligeramente a 1,76 puntos teniendo en cuenta la incidencia del pasivo sin coste —recursos propios, efectos a pagar, cuentas internas y fondos especiales— que va obteniendo paulati-

CUADRO N.° 7

RECURSOS MEDIOS DE LA TOTALIDAD DE LA BANCA PRIVADA CON SUS COSTES
(En millones de pesetas)

	1983				*1986*			
	Saldos medios	*Peso %*	*Costes Financieros*	*Tipos %*	*Saldos medios*	*Peso %*	*Costes Financieros*	*Tipos %*
ENTIDADES DE CREDITO (1)	5.208.306	26,39	559.153	10,74	8.073.532	29,01	751.653	9,31
Banco de España	611.268	3,10	57.327	9,38	1.083.115	3,89	103.820	9,59
Resto entidades de crédito	4.597.038	23,29	501.826	10,92	6.990.417	25,12	647.833	9,27
DEPOSITOS (2)	11.449.465	58,00	943.343	8,24	12.870.954	46,26	773.892	6,01
En pesetas	10.029.156	50,81	822.382	8,20	11.271.115	40,51	665.749	5,91
En moneda extranjera	1.420.309	7,19	120.961	8,52	1.599.839	5,75	108.143	6,76
Sector público	**200.372**	**1,01**	**10.536**	**5,26**	**464.214**	**1,67**	**26.955**	**5,81**
En pesetas	200.336	1,01	10.455	5,22	463.032	1,66	26.948	5,82
En moneda extranjera	36	—	81	—	1.182	0,01	7	0,59
Sector privado	**11.249.093**	**56,99**	**932.807**	**8,29**	**12.406.740**	**44,59**	**746.937**	**6,02**
Residentes	*9.774.978*	*49,52*	*806.464*	*8,25*	*10.408.882*	*37,41*	*608.699*	*5,85*
En pesetas	9.748.692	49,39	805.377	8,26	10.375.118	37,29	606.294	5,84
Inferior a 6 meses	4.277.889	21,67	72.003	1,68	4.798.595	17,25	74.478	1,55
A más de 6 meses	5.470.803	27,72	733.374	13,41	5.576.523	20,04	531.816	9,54
En moneda extranjera	26.286	0,13	1.087	4,14	33.764	0,12	2.405	7,12
Inferior a 6 meses	26.037	0,13	1.050	4,03	15.163	0,05	336	2,22
A más de 6 meses	249	—	37	—	18.601	0,07	2.069	11,12
No residentes	*1.474.115*	*7,47*	*126.343*	*8,57*	*1.997.858*	*7,18*	*138.238*	*6,92*
En pesetas	80.128	0,41	6.550	8,17	432.965	1,56	34.252	7,91
En moneda extranjera	1.393.987	7,06	119.793	8,59	1.564.893	5,62	103.986	6,64
BONOS DE CAJA (3)	526.344	2,67	71.732	13,63	790.359	2,84	84.626	10,71
CESION TEMPORAL DE ACTIVOS (4)	280.993	1,42	36.055	12,83	1.963.713	7,06	170.779	8,70
TOTAL PASIVO ONEROSO (1) + (2) + (3) + (4)	17.465.108	88,48	1.610.283	9,22	23.698.558	85,17	1.780.950	7,52
OTROS RECURSOS	1.313.298	6,65	—	—	2.738.196	9,84	—	—
CAPITAL Y RESERVAS	961.417	4,87	—	—	1.387.293	4,99	—	—
TOTAL PASIVOS	19.739.823	100,00	1.610.283	8,16	27.824.047	100,00	1.780.950	6,40

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

namente un mayor peso en el conjunto del balance.

Margen financiero

El margen financiero bruto, que continuó flexionando a lo largo del segundo semestre de 1984 y primer semestre de 1985, se recuperó de forma importante en la segunda mitad de 1985, porque el coste del pasivo se redujo en mayor proporción que el rendimiento del activo, a consecuencia de la conversión de pagarés bancarios, que era el pasivo más caro, en pagarés del Tesoro. Pero, a pesar de que en el segundo semestre de 1986 el margen bruto es superior incluso al nivel alcanzado en la segunda mitad de 1985, con una mejora de 14 centésimas, todavía en la actualidad está en un nivel 11 centésimas inferior al del margen logrado en 1983 (cuadro n.° 5). Esta evolución confirma la dificultad de obtener una impresión de la situación real con los datos de un solo semestre, sobre todo estando la economía inmersa en un proceso de ajuste a la baja de los tipos de interés.

El margen financiero neto, después de las oportunas dotaciones netas para saneamiento de créditos, es el que registra mayores fluctuaciones, y sobre todo si la comparación se efectúa por semestres. La razón de ello puede ser que el análisis profundo de los créditos, en vistas a su calificación de morosidad, hasta ahora no era preciso realizarlo semestralmente y algunas

CUADRO N.º 8

EVOLUCION DE LOS PORCENTAJES DE RENTABILIDAD Y COSTE

	1983		1984		1985		1986		Diferencia 1986/83	
	Peso %	Tipos %	Peso %	Tipos %	Peso %	Tipos %	Peso %	Tipos %	Peso %	Tipos %
ACTIVO										
Intermediarios financieros (1)	17,10	10,17	19,45	10,72	19,91	9,30	20,88	8,84	+3,78	−1,33
Inversión afecta a coeficientes (2) ..	13,95	6,93	23,33	9,84	22,04	9,28	16,75	8,07	+2,80	+1,14
Sector público. Crédito libre total (3) .	7,08	16,04	2,73	13,33	7,95	11,51	12,25	9,91	+5,17	−6,13
Sector privado:										
Inversión crediticia	49,71	16,17	40,58	16,72	36,87	15,46	38,46	14,35	−11,25	−1,82
Morosos	2,89	2,20	2,75	2,51	2,63	2,64	2,12	2,94	−0,77	+0,74
Otros valores	3,30	6,52	3,57	5,81	3,29	5,73	3,24	6,59	−0,06	+0,07
Sector privado. Crédito libre total (4)	55,90	14,88	46,90	15,05	42,79	13,92	43,82	13,22	−12,08	−1,66
TOTAL ACTIVO RENTABLE (1) + (2) + (3) + (4)	94,03	12,93	92,41	12,78	92,69	11,62	93,70	10,89	−0,33	−2,04
Empleos no rentables	5,97	—	7,59	—	7,31	—	6,30	—	+0,33	—
TOTAL ACTIVO	100,00	12,16	100,00	11,81	100,00	10,77	100,00	10,21	—	−1,95
PASIVO										
Intermediarios financieros (1)	26,39	10,74	26,99	10,35	28,11	9,56	29,01	9,31	+2,62	−1,43
Depósitos pesetas:										
Inferior a 6 meses	21,67	1,68	17,30	1,66	16,47	1,47	17,25	1,55	−4,42	−0,13
Superior a 6 meses	27,72	13,41	29,84	12,24	26,88	10,90	20,04	9,54	7,68	−3,87
Resto depósitos	8,61	8,12	9,05	8,99	9,18	7,56	8,97	6,70	+0,36	−1,42
TOTAL DEPOSITOS (2)	58,00	8,24	56,19	8,46	52,53	7,36	46,26	6,01	−11,74	−2,23
Bonos de caja (3)	2,67	13,63	2,52	13,77	2,61	12,64	2,84	10,71	+0,17	−2,92
Cesión temporal de activos (4)	1,42	12,83	1,03	13,85	2,82	10,13	7,06	8,70	+5,64	−4,13
PASIVO ONEROSO (1) + (2) + (3) + (4)	88,48	9,22	86,73	9,27	86,07	8,33	85,17	7,52	−3,31	−1,70
Recursos sin coste	11,52	—	13,27	—	13,93	—	14,83	—	+3,31	—
TOTAL RECURSOS	100,00	8,16	100,00	8,04	100,00	7,17	100,00	6,40	—	−1,76
MARGEN FINANCIERO BRUTO		4,00		3,77		3,60		3,81		−0,19

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

entidades estimaban suficiente hacerlo de una vez al final del ejercicio. De ahí que las dotaciones, tanto en cuantía como en porcentaje sobre activos totales medios, fueran tradicionalmente superiores en la segunda mitad de los ejercicios. En el primer semestre de 1986 la obligación de publicar las cuentas semestrales de resultados ha creado la necesidad de contemplar el cierre semestral como si se tratara de un ejercicio, con el fin de que los estados contables públicos den una imagen fiel de la situación de las empresas. Es probable, por lo tanto, que a partir de ahora las dotaciones semestrales a saneamiento de créditos, y consiguientemente, el margen financiero neto semestral ofrezcan una evolución más regular.

Las cifras netas de saneamiento de crédito incluyen tanto las provisiones para insolvencias como las de riesgo-país. Estos fondos de provisión están regulados por circulares del Banco de España de 1982 los de insolvencias, y 1984, 1986 y la reciente de 13 de marzo de 1987, los de provisiones por riesgo-país. La cuantía del fondo de provisión de insolvencias está en función de la antigüedad de los activos dudosos y morosos, y las coberturas se mueven entre el 25 por 100 y el 100 por 100 en el caso de impagos con antigüedad superior a 18 meses. Los activos muy dudosos y los saldos impagados de tres o cuatro años de antigüedad, según los casos, pasan a cuentas suspensivas, amortizándose con los fondos de provisión constituidos. De esta forma cada año se producen detracciones para saneamiento de créditos, tanto por

dotaciones al fondo de provisión como para amortizar los créditos que se traspasan a cuentas suspensivas, y se producen recuperaciones del fondo, tanto por cobro de activos en suspenso como por liberación de fondos constituidos que han quedado disponibles al cobrar créditos morosos. La mejora de la situación de las empresas ha producido un doble efecto: una entrada de menos asuntos en rúbricas conflictivas y una recuperación de activos anteriormente dotados, con lo que, a estos fines, las necesidades totales de dotaciones para insolvencias se han reducido tanto en 1985 como en 1986.

En cuanto al riesgo-país, las provisiones afectan a todos los activos financieros y riesgos de firma de cada entidad formalizados en moneda que no sea del país y que no estén garantizados. Los países se clasifican según el grado de dificultad que experimentan para atender sus compromisos de pago, la calificación de la evolución de su economía y su nivel de endeudamiento. Los porcentajes de cobertura se establecen de acuerdo con la clasificación de esta forma otorgada a cada país y según la antigüedad de las deudas, oscilando desde un mínimo del 15 por 100, para los riesgos de países en dificultad transitoria, hasta un 90 por 100 para los riesgos de países muy dudosos al tercer año de permanencia de la deuda. En la circular del 13 de marzo de 1987 se establece que las provisiones serán, como mínimo, el 25 por 100 de la suma de los riesgos con países en dificultad transitoria, dudosos y muy dudosos.

Las cifras netas destinadas a saneamiento de crédito por insolvencias y riesgo-país en 1983 y 1984 eran igual a 1,5 veces los beneficios antes de impuestos, mientras que en 1985 y 1986 eran solamente el 82 por 100 y el 67 por 100 de los mismos.

Comisiones de servicios

Los productos de los servicios están actualmente en regresión, al registrar tasas de crecimiento inferiores a las de los activos totales medios. Las grandes inversiones realizadas en equipos informáticos y la creación de una importante red de oficinas no ha tenido su reflejo en una mayor demanda de servicios bancarios tarifados. Como, por otra parte, se siguen prestando un gran número de servicios gratuitamente, o cobrando comisiones que no cubren el coste de los mismos, la banca continúa en una situación distante de la reasignación real de costes, y lo que puede producir mayor preocupación es que, incluso, se está registrando un proceso de alejamiento. La ligera subida en 1986, en comparación con 1985, es consecuencia de las mayores comisiones por operaciones de valores, reflejo de la mayor actividad bursátil. De cara al futuro, es de esperar que se reanude el proceso de acercamiento de los precios de los servicios bancarios al coste de prestación y se aumente la gama de servicios tarifados, lo que ayudará a una clarificación en la reasignación de los gastos de explotación.

Gastos ordinarios

Como ya se ha dicho, la banca viene realizando importantes esfuerzos para reducir la incidencia de los gastos ordinarios. No obstante, las posibilidades de incrementar esta actuación son limitadas, ya que en los gastos de personal, que suponen el 67 por 100 de los gastos ordinarios, cabe actuar poco más que amortizando, en los casos posibles, las bajas que se producen por jubilación. Por lo tanto, los incrementos de gastos que se producen son los derivados de la aplicación de los convenios a las plantillas sólo parcialmente ajustadas a las necesidades de la producción. Desde 1982 el índice de gastos de personal por empleado ha crecido a un ritmo medio anual del 10,2 por 100, tipo igual al registrado por el IPC, 10,3 por 100. Esta evolución, fruto de las concertaciones sociales, supone, sin embargo, una mejora frente a la registrada en el período 1973-1982, en el que el alza del índice gastos de personal por empleado alcanzó una media anual del 20,8 por 100, cuatro puntos por encima del aumento del IPC.

En cuanto a los gastos generales, los crecimientos se sitúan en los últimos cuatro años casi 3 puntos por debajo del índice de inflación, pese a contar con 1.700 oficinas más que en 1982. En la reducción de gastos generales, una vez eliminados en su día los manifiestamente superfluos, es muy difícil que se puedan lograr mayores avances significativos, salvo que se proceda al cierre de oficinas no rentables o solapadas dentro de una misma organización, estrategia que se ha iniciado en 1986 con la disminución neta de 96 oficinas bancarias, actuación que es muy probable que continúe en los próximos ejercicios.

Las amortizaciones de activo también reducen ligeramente su incidencia, como consecuencia de las ventas de inmovilizado registradas y de que en los últimos años los locales para apertura de

oficinas se han tomado en régimen de alquiler en lugar de comprarlos.

Saneamiento de valores

Trimestralmente, las entidades tienen la obligación de sanear con cargo a resultados la cartera de valores, cotizados o no, constituyendo un fondo de fluctuación, cuyo importe, en cada momento, cubre las minusvalías latentes en las carteras.

Las cifras netas destinadas a saneamiento de valores en 1986 son muy inferiores a las de los períodos anteriores, como consecuencia, probablemente, de la importante subida de las cotizaciones bursátiles y de la mejora de la situación de las empresas participadas no cotizadas en Bolsa, contribuyendo, en consecuencia, este apartado a la mejora de los resultados.

Otras dotaciones

En «otras dotaciones» se comprenden los recursos destinados, para cubrir las correspondientes contingencias, a las provisiones siguientes:

- Fondo de fluctuación de cambios de divisas.
- Fondos de pensiones.
- Otros fondos especiales.

El fondo de fluctuación de cambios de divisas sirve para prevenir posibles pérdidas por diferencias de cambios en las operaciones bancarias relacionadas con moneda extranjera. Los fondos de pensiones recogen el valor actuarial de los compromisos asumidos con el personal en materia de complemento de pensiones y/o las aportaciones realizadas para pagos de pólizas de seguro o conciertos con fondos de pensiones independientes. Los otros fondos especiales recogen dotaciones a fondos constituidos para cubrir contingencias no contempladas en los fondos comentados, como pueden ser disminuciones de valor de las dotaciones de recursos a sucursales en el extranjero por reducción del contravalor de las divisas frente a la peseta.

El conjunto de estas dotaciones, en 1986, está cobrando una mayor importancia, reduciendo, en consecuencia, las cifras de beneficio, en parte porque los fondos para complemento de pensiones, que las entidades estaban constituyendo con carácter voluntario, deberán completarse rápidamente a consecuen-

CUADRO N.º 9

CUENTA DE RESULTADOS
DETALLE DE DOTACIONES A FONDOS ESPECIALES
(Millones de pesetas)

		1984			1985			1986		
	1983	1.er sem.	2.º sem.	Total	1.er sem.	2.º sem.	Total	1.er sem.	2.º sem.	Total
Fondo especial para insolvencias	189.453	75.558	81.390	156.948	60.794	96.078	123.499	42.131	59.676	101.807
Fondo para la cobertura del riesgo-país	–	–	49.464	49.464			33.373	31.702	21.247	52.949
Saneamiento de valores	21.340	7.023	16.961	23.984	6.955	18.555	25.510	3.745	8.695	12.440
Fondo de fluctuación cambios	11.143	4.469	−3.562	907	4.490	−2.945	1.545	2.966	821	3.787
Fondos de pensiones	4.679	3.331	8.711	12.042	5.986	18.048	24.034	12.125	79.966	92.091
Otros fondos especiales	13.447	12.230	15.194	27.424	22.021	21.805	43.826	43.688	2.550	46.238
Total dotaciones netas	*240.062*	*102.611*	*168.158*	*270.769*	*100.246*	*151.541*	*251.787*	*136.357*	*172.955*	*309.312*
Resultados ordinarios antes de dotaciones	*363.899*	*204.830*	*207.097*	*411.927*	*196.728*	*237.222*	*433.950*	*248.022*	*279.238*	*527.260*
Resultados ordinarios	*123.837*	*102.219*	*38.939*	*141.158*	*96.482*	*85.681*	*182.163*	*111.665*	*106.283*	*217.948*
Otros abonos y adeudos	+1.636	−472	−1.399	−1.871	+5.461	+3.897	+9.358	+12.943	−929	+12.014
Beneficios antes de impuestos	*125.473*	*101.747*	*37.540*	*139.287*	*101.943*	*89.578*	*191.521*	*124.608*	*105.354*	*229.962*
Sobre Activos Totales Medios (%)										
Resultados ordinarios antes de dotaciones	1,85	1,85	1,69	1,76	1,52	1,78	1,65	1,81	1,98	1,90
Dotaciones netas a fondos especiales	1,22	0,92	1,37	1,16	0,77	1,14	0,96	1,00	1,23	1,11
Resultados ordinarios	*0,63*	*0,93*	*0,32*	*0,60*	*0,75*	*0,64*	*0,69*	*0,81*	*0,75*	*0,79*
Otros abonos y adeudos	+0,01	−0,01	−0,01	−0,01	+0,04	+0,03	+0,04	+0,10	−0,00	+0,04
Beneficio antes de impuestos	*0,64*	*0,92*	*0,31*	*0,59*	*0,79*	*0,67*	*0,73*	*0,91*	*0,75*	*0,83*

Fuentes: Banco de España. Elaboración propia.

cia de una circular del Banco de España de septiembre de 1986. Por otra parte, la revalorización de la peseta frente al dólar está haciendo necesario regularizar las inversiones de recursos de las sucursales de los bancos en el exterior que estén dotadas en la citada moneda (cuadro n.º 9).

Resultados ordinarios y dotaciones

Aunque el carácter de cada una de las dotaciones —desde las provisiones para insolvencias hasta las destinadas a otros fondos especiales— sea distinto, es evidente que hasta que todas ellas no han sido debidamente atendidas no puede decirse que se haya llegado al resultado ordinario.

Sin embargo, no es tan evidente, refiriéndose, por ejemplo, a las provisiones para insolvencias, que los bancos puedan repercutir en el coste del crédito, para no deteriorar el beneficio, las mayores necesidades de dotaciones por morosos y dudosos. Por lo tanto, aunque los resultados ordinarios relevantes son los calculados después de dotaciones, la evolución de estos últimos, a partir de los resultados ordinarios antes de dotaciones, que serán los que el mercado permita, dependerán de la evolución de las dotaciones necesarias.

Por lo que acaba de decirse, en el cuadro n.º 9 se presenta, en cifras absolutas y en porcentaje de los activos totales, la serie de las dotaciones a todos los fondos especiales con su suma, la serie de resultados ordinarios antes de dotaciones y la serie de resultados ordinarios después de dotaciones, referido todo ello al ejercicio de 1983 y a los seis semestres que van desde el primero de 1984 al segundo de 1986, ambos inclusive.

En porcentaje de los activos totales medios, los resultados ordinarios antes de dotaciones a fondos especiales, incluyendo en éstos los de saneamiento de crédito, flexionaron desde 1983 hasta la primera mitad de 1985, pasando del 1,85 por 100 al 1,52 por 100, para recuperarse hasta el 1,78 por 100 en el segundo semestre de 1985 y 1,98 por 100 en la segunda mitad de 1986. Esta última inversión de la tendencia es debida principalmente, como ya se ha consignado, a que la disminución de los costes financieros ha sido mayor que la caída de los productos del activo.

Pero el conjunto de dotaciones netas a fondos especiales, incluidos los saneamientos de crédito, en porcentaje de los activos totales medios, también ha evolucionado a la baja, desde 1,22 por 100 en 1983 a 1,11 por 100 en 1986. En cifras absolutas, estas dotaciones, que en 1983 y 1984 eran iguales a 1,9 veces los beneficios antes de impuestos, en 1985 y 1986 pasan a ser iguales a 1,3 veces el beneficio. Esto ha permitido que, siempre en términos de porcentaje sobre activos medios, con peores resultados ordinarios antes de dotaciones en 1985 y ligeramente superiores en 1986, en ambos ejercicios se hayan obtenido mejores resultados ordinarios que en 1983.

Otros abonos y adeudos

Hasta aquí el análisis de los componentes que integran los resultados ordinarios de explotación. Pero para llegar al resultado final antes de impuestos es necesario tener en cuenta los otros abonos y adeudos que reflejan actuaciones en cierta me-

CUADRO N.º 10

CUENTA DE RESULTADOS. DETALLE DE OTROS ABONOS Y ADEUDOS
(Millones de pesetas)

		1984			*1985*			*1986*		
	1983	*1.er sem.*	*2.º sem.*	*Total*	*1.er sem.*	*2.º sem.*	*Total*	*1.er sem.*	*2.º sem.*	*Total*
Enajenación valores	−7.773	+3.344	−1.480	+1.864	+8.078	+14.412	+22.490	+28.861	+36.560	+65.421
Enajenación inmovilizado	+2.670	−396	−949	−1.345	+35	−318	−283	+394	+2.197	+2.591
Enajenación valores e inmovilizado	−5.103	+2.948	−2.429	+519	+8.113	+14.094	+22.207	+29.255	+38.757	+68.012
Resultados ejercicios anteriores	+1.160	+2.069	+1.372	+3.441	+4.508	+4.703	+9.211	−222	+4.621	+4.399
Contribución FGD	−10.664	−5.927	−6.010	−11.937	−7.729	−8.435	−16.164	−7.837	−7.861	−15.698
Otros neto	+16.243	+438	+5.668	+6.106	+569	−6.465	−5.896	−8.253	−36.446	−44.699
Total otros abonos y adeudos	**+1.636**	**−472**	**−1.399**	**−1.871**	**+5.461**	**+3.897**	**+9.358**	**+12.943**	**−929**	**+12.014**

Fuentes: Banco de España. Elaboración Propia

dida atípicas o, por lo menos, distintas de la normal actividad de la banca, que al empezar hemos dicho se constreñían a la intermediación financiera y a la prestación de servicios sin inversión de recursos.

Por ello, en el epígrafe «otros abonos y adeudos» se recogen los beneficios o pérdidas por enajenación de valores e inmovilizado, los resultados correspondientes a ejercicios anteriores, la contribución al Fondo de Garantía de Depósitos, y otros abonos y adeudos (cuadro n.° 10). En 1983 y 1984, el resultado neto de «otros abonos y adeudos» fue ligeramente positivo y negativo, respectivamente, en gran parte a consecuencia de la aportación al Fondo de Garantía de Depósitos, cifrada en el 1 por 1.000 de los recursos de clientes, y a las pérdidas en enajenaciones. Pero durante 1985 y 1986 la aportación ha sido positiva, debido principalmente a las plusvalías conseguidas por venta de valores y otros activos, que han más que compensado las aportaciones anuales al Fondo de Garantía de Depósitos, situadas ahora en el 1,20 por 1.000 de los depósitos de clientes. En porcentaje de los activos totales medios (cuadro n.° 9), «otros abonos y adeudos», que detrajeron hasta 0,01 puntos en 1984, aportaron 0,04 puntos al beneficio tanto en 1985 como en 1986.

CONCLUSION

Las consideraciones anteriores nos permiten obtener algunas conclusiones generales sobre la previsible evolución de los resultados de la banca en el futuro. Previsión que, dicho sea con toda claridad, no resulta nada fácil a la vista de los distintos elementos que integran dichos resultados.

En efecto, los resultados ordinarios antes de dotaciones siguen, en gran parte, la tendencia del margen financiero bruto, que, a su vez, de acuerdo con la evolución de los tipos de interés, pasa por períodos de descenso o de recuperación, aunque es verosímil suponer que, en el futuro, y de acuerdo con la experiencia internacional, ha de inclinarse más bien hacia el estrechamiento. Es posible, desde luego, intentar compensar este estrechamiento del margen financiero bruto mediante el aumento de los productos de servicios y la reducción de los costes de transformación; pero a lo primero se opone, de momento, la resistencia del mercado, y lo segundo es un proceso lento y de limitadas posibilidades.

En cuanto a los beneficios antes de impuestos, que es el resultado que en última instancia interesa a los actuales accionistas de los bancos y a los eventuales inversores, si se contemplan en un período suficientemente amplio, se observa que las causas principales para que estos beneficios mejoren o empeoren son las dotaciones a fondos especiales que las entidades tienen que realizar para prevenir posibles contingencias, y los productos más o menos atípicos recogidos en otros abonos y adeudos.

Por lo tanto, para pronosticar la evolución de los beneficios futuros de la banca, sería necesario evaluar, por un lado, las necesidades de cobertura de las distintas contingencias, que en unos casos estarán en función de la evolución de la economía interna y, en otros, dependerán del comportamiento de agentes de variada y diversa índole. Y, por otro lado, estimar las posibilidades de realizar beneficios ajenos a la estricta actividad bancaria, lo cual es asaz difícil ya que depende, en gran parte, de la evolución del mercado bursátil e inmobiliario. Y, por otra parte, esta forma de engrosar los resultados parece excesivamente arriesgada y, desde luego, de alcance limitado, al consistir en la materialización de plusvalías o reservas latentes que, una vez realizadas, redundan en la pérdida del valor sustancial de la entidad.

LOS RESULTADOS DE LAS CAJAS DE AHORROS

En este trabajo el profesor **Manuel Lagares Calvo** analiza la cuantía y composición de los resultados obtenidos por las Cajas de Ahorros en los últimos diez años y los factores que han influido en la variación de los mismos en los últimos ejercicios, así como las rentabilidades y costes de las distintas partidas de activo y de pasivo, presentando un esquema de la distribución de rentabilidades por áreas de actividad.

I. INTRODUCCION

ANALIZAR actualmente en España los resultados conjuntos de un grupo integrado por casi una centena de entidades con un importante volumen de actividad y durante un amplio período de tiempo —una década, por ejemplo— constituye tarea generalmente imposible si la misma pretende llevarse a término con suficiente rigor y detalle, por el simple hecho de que la información disponible no suele permitirlo debido a diversas circunstancias.

La más elemental y básica de esas circunstancias suele ser la inexistencia de los datos necesarios para el análisis, porque generalmente no se dispondrá de una información suficiente para cada entidad en tan largo período de tiempo, siendo necesario recurrir a una búsqueda no siempre fácil o posible para reunir los datos básicos del análisis. La segunda, porque muy probablemente los datos que trabajosamente logren reunirse no responderán casi nunca a una metodología contable común y su homogeneidad resultará en la mayor parte de las ocasiones bastante dudosa. Finalmente, porque muchos de tales datos no estarán garantizados por un riguroso control público o, al menos, auditados privadamente.

No ocurre así, desde luego, en el extenso mundo de las cajas de ahorros españolas. Las casi ochenta entidades que integran actualmente el sector —setenta y ocho incluyendo a la Caja Postal— hacen públicos mensualmente sus balances y resultados con un grado de detalle considerable y, además, remiten al Banco de España, también mensualmente, una información desglosada ciertamente impresionante por su minuciosidad y extensión, no ya sólo sobre las rúbricas del balance y cuenta de resultados, sino también sobre otras muchas circunstancias adicionales que permiten una comprensión completa y minuciosa de todos los aspectos de su gestión. Además —y ello tiene una importancia decisiva desde el punto de vista que nos ocupa— esa información se elabora conforme a criterios contables muy detallados, contenidos en disposiciones que afectan por igual a todas las entidades integrantes del grupo, lo que le concede un grado de homogeneidad elevado y, desde luego, no comparable con el que pudiera existir entre las entidades de cualquier otro sector de la economía española. Finalmente, tales informaciones son auditadas por firmas independientes en cada ejercicio y, además, sometidas continuamente a rigurosos controles e inspecciones por parte de la autoridad monetaria.

El problema del análisis de los resultados no es, pues, de disponibilidad de datos para llevarlo a término sino, más bien, de aplicación de una metodología apropiada para que el lector pueda comprender sin dificultades su significado y alcanzar las conclusiones oportunas. Para evitar esos riesgos, seguidamente se expondrá la estructura y evolución de los resultados de las cajas de ahorros en la década objeto de análisis, se describirá brevemente el comportamiento de sus principales agregados durante el ejercicio 1986 y, finalmente, se subrayarán algunos aspectos de interés en tales comportamientos que puedan servir de conclusiones sobre la trayectoria de las cajas de ahorros en la última década.

Dos observaciones previas se hacen necesarias, sin embargo, antes de iniciar el análisis. La primera se refiere al período que abarca el mismo y la segunda al conjunto de entidades analizadas. Respecto al período, advertir que se limita a la última década porque para los ejercicios comprendidos entre 1976 y 1986 se dispone de información suficiente conforme a las características antes descritas, mientras que para ejercicios anteriores la homogeneización contable de datos con los actuales resulta algo menos rigurosa al responder su elaboración a criterios distintos de la propia autoridad monetaria. En cuanto al colectivo objeto de análisis, éste se referirá habitualmente al que en las publicaciones oficiales se conoce como «cajas de ahorros» y que abarca a las Cajas de Ahorros Confederadas, a la Confederación Española de Cajas de Aho-

CUADRO N.° 1

EVOLUCION DE LOS RESULTADOS DE LAS CAJAS DE AHORROS

(En miles de millones y porcentajes sobre activos totales medios)

	1976		1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	MM	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	MM	%
Productos financieros	148,1	7,06	7,49	8,32	8,47	8,83	9,61	10,52	11,31	11,21	10,76	1.280,0	10,43
Saneamiento de créditos	0,9	0,04	0,02	0,21	0,16	0,24	0,43	0,39	0,79	0,61	0,49	28,7	0,23
Productos financ. netos	147,2	7,02	7,47	8,11	8,31	8,59	9,18	10,13	10,52	10,60	10,27	1.251,3	10,20
Costes financieros	75,6	3,61	3,84	4,43	4,47	4,63	5,02	5,68	5,97	6,17	6,02	669,7	5,46
Margen neto de intermediación	71,6	3,41	3,63	3,68	3,84	3,96	4,16	4,45	4,55	4,43	4,25	581,6	4,74
Productos ordinarios netos	4,0	0,19	0,21	0,12	0,15	0,20	0,17	0,18	0,21	0,23	0,26	30,8	0,25
Margen ordinario neto	75,6	3,60	3,84	3,80	3,99	4,16	4,33	4,63	4,76	4,66	4,51	612,4	4,99
Gastos de explotación	51,3	2,45	2,79	3,00	3,06	3,24	3,38	3,46	3,42	3,23	3,05	381,1	3,11
Margen de explotación	24,3	1,15	1,05	0,80	0,93	0,92	0,95	1,17	1,34	1,43	1,46	231,3	1,88
Enajenaciones netas	—	—	0,01	0,02	—0,02	0,06	0,08	—0,02	—0,02	0,08	0,17	41,7	0,34
Otras dotaciones	—	—	—	—	—	—	—	0,13	0,26	0,43	0,54	146,0	1,19
Otros resultados	0,8	0,05	—	0,06	0,05	0,01	—0,03	—0,02	0,01	—0,04	—0,03	—5,5	—0,04
Resultado total antes de impuestos	25,1	1,20	1,06	0,88	0,96	0,99	1,00	1,00	1,07	1,04	1,06	121,5	0,99

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

rros y a la Caja Postal, aunque en determinados aspectos más detallados del mismo —por ejemplo, en el estudio de algunos factores que han influido en la variación de resultados o en el desglose de estos resultados por áreas de actividad— el ámbito de estudio se reduzca a las Cajas de Ahorros Confederadas.

II. ESTRUCTURA Y EVOLUCION DE LOS RESULTADOS DE LAS CAJAS DE AHORROS ENTRE 1976 Y 1986.

Un análisis de la estructura y composición de los resultados de las cajas de ahorros en un largo período de tiempo tal como un década no sólo debe presentar tales resultados de modo que puedan ser fácilmente comparados en el tiempo sino que, además, debe ordenar las distintas partidas que integran la cuenta correspondiente de forma que refleje lo mejor posible las distintas actividades de estas entidades y permitir, además, la obtención de conclusiones.

A tales efectos, en el cuadro número 1 se expone la cuenta de resultados de las cajas de ahorros para los años comprendidos entre 1976 y 1986, ambos inclusive. La referida cuenta se presenta en valores absolutos —miles de millones de pesetas— para el año inicial y final del período objeto de análisis y en porcentajes respecto a los activos totales medios para todos los ejercicios considerados.

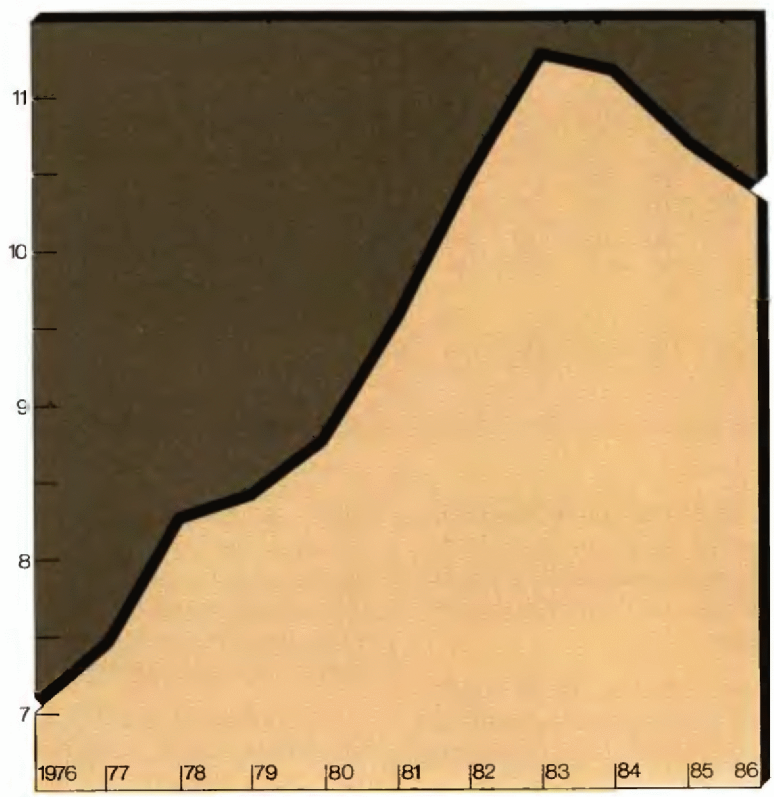
La presentación de la cuenta en porcentajes sobre activos totales medios de cada ejercicio permite la comparación anual de sus valores en términos homogéneos, cosa que resultaría imposible en cifras absolutas debido a la distinta significación de las magnitudes anuales a causa de los cambios en los precios. El fuerte crecimiento de los beneficios en pesetas de cada año entre 1976 y 1986 —a razón de una tasa media anual de 17,1 por 100— queda reducido tan sólo a un 2,6 por 100 en tasa media anual si se corrigen las cifras en función del deflactor implícito del PIB.

Por otra parte, la estructura escalar de la cuenta, tal y como se expone en el cuadro n.° 1, facilita notablemente su comprensión frente a la presentación contable habitual de ingresos y gastos y permite, además, separar los resultados de las distintas actividades de una caja de ahorros. Para comprobarlo, bastará con una breve descripción del contenido de las partidas que la integran, tal y como se efectúa seguidamente.

1. Productos financieros brutos

Los «productos financieros brutos» reflejan los ingresos que las cajas de ahorros obtienen de sus inversiones crediticias, de sus carteras de valores —sin incluir plusvalías o minusvalías por

GRAFICO 1
PRODUCTOS FINANCIEROS
% sobre pasivo patrimonial medio



enajenaciones— de sus activos líquidos y, en general, de sus actividades de intermediación financiera, tanto en pesetas como en moneda extranjera. Se trata, pues, de la rúbrica en que se recogen los ingresos procedentes de la actividad de colocar a terceros, bajo diversas formas de inversión, los recursos propios y ajenos disponibles. Reflejan, en consecuencia, los ingresos procedentes de la actividad de intermediación financiera.

Los datos correspondientes a los «productos financieros brutos» del cuadro n.° 1 se reflejan en el gráfico 1 y a través de uno y otro puede comprobarse cómo han sido crecientes en su evolución entre 1976 y 1983 para iniciar un descenso, primero más suave y luego más acusado, entre este último año y 1986. Como no podía menos que ocurrir, los productos financieros de las cajas de ahorros han seguido durante estos años en líneas generales la evolución de los tipos de interés, aunque ese seguimiento haya estado condicionado por distintas circunstancias entre las que hay que destacar:

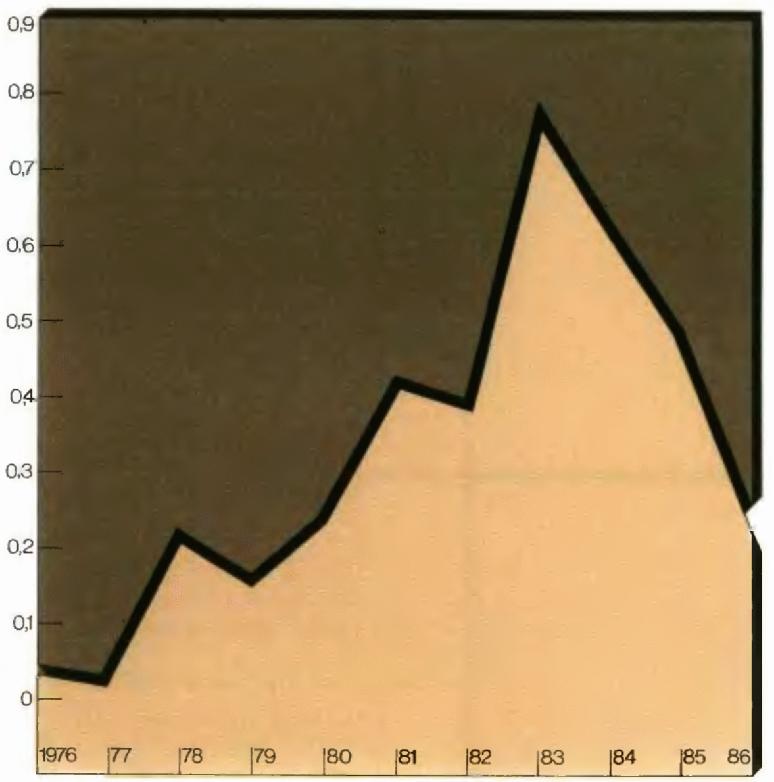
- Los cambios en la estructura de los activos que las cajas han mantenido durante este período, en parte consecuencia del proceso de reducción gradual de los coeficientes de inversión obligatoria y de las exigencias de la propia política monetaria en relación al déficit público, que ha conducido a la creación de nuevos coeficientes de regulación monetaria y a niveles crecientes del coeficiente de caja.
- El largo período de rotación de las inversiones de las cajas de ahorros, lo que produce un efecto muy acusado de inercia en la variación de sus ingresos anuales.

La interacción entre estos factores ha provocado la evolución ya descrita de los productos financieros obtenidos por las cajas de ahorros, con una fuerte influencia sobre los distintos márgenes que se analizan más adelante y, desde luego, sobre sus resultados finales antes de impuestos.

2. Saneamientos de créditos

La rúbrica «saneamiento de créditos» refleja, de una parte, las dotaciones brutas efectuadas en cada ejercicio para provisionar los saldos debidos por clientes morosos, más las amortizaciones de créditos fallidos —previamente disminuidas en la cuantía de las recuperaciones— y menos las cantidades procedentes de fondos constituidos que quedan liberados al recuperarse los créditos que provisionaban porque tales créditos hayan sido amortizados como fallidos. De otra, las dotaciones por «riesgo país», aunque estas últimas tienen escasa significación en las cajas de ahorros. Resulta de interés señalar, por otra parte, que bajo esta rúbrica

GRAFICO 2
SANEAMIENTO DEL CREDITO
% sobre pasivo patrimonial medio



de «saneamiento de créditos» no se incluyen sólo las dotaciones por créditos en sentido estricto sino, además, las correspondientes a valores de renta fija.

La evolución de los saneamientos de crédito se refleja tanto en las cifras del cuadro n.° 1 como en el gráfico 2 y a través de ambos puede comprobarse cómo las cajas de ahorros hicieron un intenso esfuerzo de saneamiento entre 1976 y 1983, pero, sobre todo, entre 1980 y este último año. Sin embargo, a partir de 1983 los saneamientos netos del crédito pierden peso relativo en la estructura de la cuenta de resultados y ello por las siguientes razones:

- Debido tanto a la mejora de la economía española, como a una mejor selección inicial de los riesgos, lo que hace que sea menor en términos relativos la masa de créditos de dudoso cobro en cada ejercicio.
- Por haberse completado la constitución de los fondos correspondientes, que en los primeros ejercicios eran deficitarios respecto a los niveles de cobertura establecidos por las disposiciones emanadas de la autoridad monetaria y obligaron a unas primeras dotaciones de elevada cuantía.
- Por haberse iniciado un proceso de recuperación de morosos y fallidos, tanto por una mejora general de la economía como por una gestión más eficaz de los créditos en esta situación.

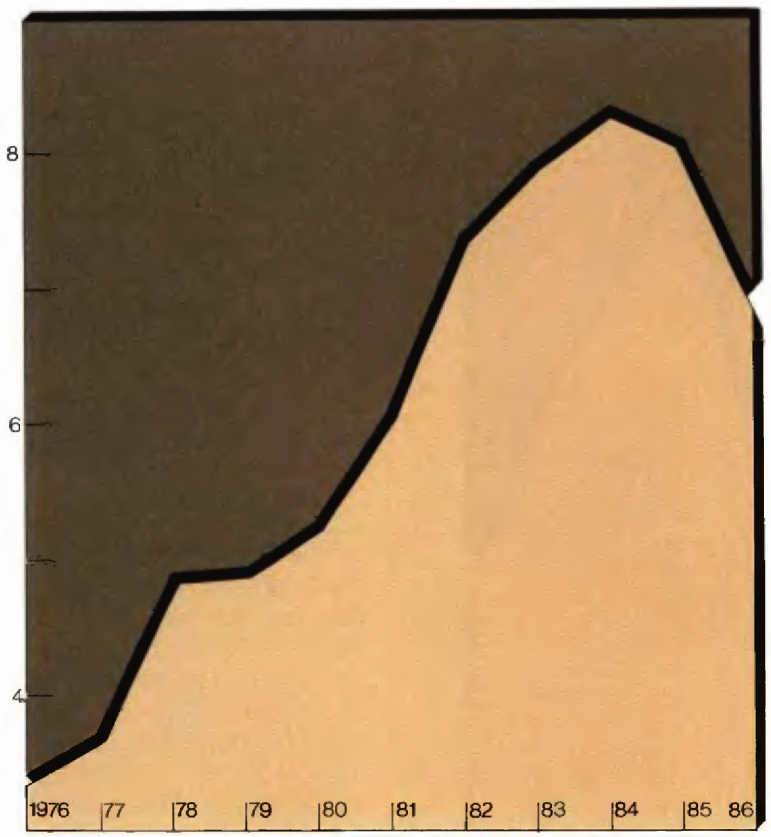
Las características indicadas explican la evolución de las dotaciones netas por saneamiento de créditos magnitud que, deducida de los productos financieros brutos, da origen a los «productos financieros netos» también expuestos en el cuadro n.° 1.

3. Costes financieros

La rúbrica «costes financieros» recoge los satisfechos por las cajas de ahorros a quienes les facilitan los recursos que utilizan en su condición de intermediarios financieros. Estos costes, en consecuencia, reflejan las retribuciones a los depósitos de particulares, del Sector Público o de otros intermediarios financieros y las satisfechas a los tomadores de empréstitos y a otras formas de captación de pasivo.

Como puede observarse a través del cuadro n.° 1 y del gráfico 3, los costes financieros de las cajas de ahorros han experimentado continuos aumentos entre 1976 y 1984, iniciando a partir de este último año una caída que se ha acelerado fuertemente en 1986. De hecho el comportamiento de los costes financieros sigue también, aunque con las naturales diferencias, la evolución de los tipos de interés del mercado y las cajas de ahorros no han sido ajenas, en el pago de las correspondientes retribuciones a sus depósitos, a las fluctuaciones de los tipos pagados por otros interme-

GRAFICO 3
COSTES FINANCIEROS
% sobre pasivo patrimonial medio



diarios financieros o en otros mercados.

En la evolución del coste de los recursos utilizados por las cajas de ahorros pueden encontrarse también la influencia de otro fenómeno importante: la liberalización de retribuciones para una parte del pasivo —iniciada en 1977 y continuada posteriormente—, que ha permitido una libertad completa en las retribuciones satisfechas a los depósitos a plazo superior a seis meses, provocando una diferenciación de recursos en dos grandes bloques: los que podrían denominarse «baratos», que han coincidido con los depósitos intervenidos hasta hace muy poco —es decir, las cuentas corrientes, las cuentas de ahorro a la vista y los depósitos a plazo hasta seis meses— y los recursos «caros», representados por los de plazos superiores a seis meses, cédulas hipotecarias y empréstitos y cesiones temporales de activos.

Pues bien, en los años objeto de análisis ha coincidido un continuo desplazamiento de la estructura de los recursos desde las colocaciones «baratas» hacia las «caras», elevándose gradualmente el coste medio de los captados no tanto por el aumento en las retribuciones unitarias como por el cambio en la estructura de los recursos hacia las fuentes más caras. Ello ha venido ocurriendo así hasta finales de 1985, frenándose el crecimiento del peso relativo de los recursos «caros» en 1986, lo cual —unido a tipos de interés decrecientes— ha originado la mayor reducción de los costes financieros experimentada en este último ejercicio.

4. Margen neto de intermediación

La diferencia entre productos financieros brutos y saneamiento de créditos da origen a los productos financieros netos de los que, deducidos los costes financieros, se obtiene el margen neto de intermediación.

El margen neto de intermediación refleja el saldo que se obtiene de la actividad de intermediación financiera que desarrollan las cajas de ahorros y su comportamiento es esencial para comprobar tanto la importancia como la evolución de la actividad primordial de cualquier entidad de depósitos, al expresar el diferencial que se obtiene en las operaciones de intermediación, que todavía continúan siendo el negocio esencial de todo intermediario financiero.

Las cifras del cuadro n.° 1 y el gráfico 4 permiten comprobar la evolución del margen neto de intermediación en el período considerado y a través de las mismas puede comprobarse cómo este margen ha sido, respecto a los recursos medios utilizados, creciente entre 1976 y 1983, consecuen-

cia de las mayores rentabilidades alcanzadas por las inversiones de las cajas respecto al coste también creciente de los recursos utilizados.

Posiblemente el factor que se encuentre detrás de los aumentos experimentados por este margen en el período comprendido entre 1976 y 1983 no sea otro que la mejora de los productos financieros conseguida por las cajas de ahorros a través de una doble vía: la reducción de los coeficientes de inversión obligatoria, lo que ha permitido a las cajas incrementar sus inversiones en mercados libres con precios más elevados, y la mejora de las retribuciones de los activos sometidos a coeficientes, mejora que se ha ido logrando paulatinamente en estos años tras sucesivas, y no siempre fáciles, contiendas con los beneficiarios privilegiados de esos fondos cautivos.

Para 1984 y 1985 la caída del margen financiero se origina básicamente por los cambios que se produjeron durante esos ejercicios en la estructura de las inversiones y de los recursos. Las primeras concentrándose en los mercados monetarios debido en parte a la atonía del crédito privado pero, sobre todo, a la aparición de nuevos coeficientes obligatorios de inversión en pagarés del Tesoro para enjugar el déficit público. La segunda, por un crecimiento cada vez más rápido de los recursos caros captados por las cajas de ahorros frente a los depósitos baratos. Ambos factores, más que los cambios en los tipos de interés, han confluido para provocar el descenso del margen neto de intermediación en 1984 y 1985. Por el contrario, la mejora de este margen en 1986 se ha debido más a los cambios experimentados por las retribuciones de activos y pasivos que a los cambios en la estructura de las mismas.

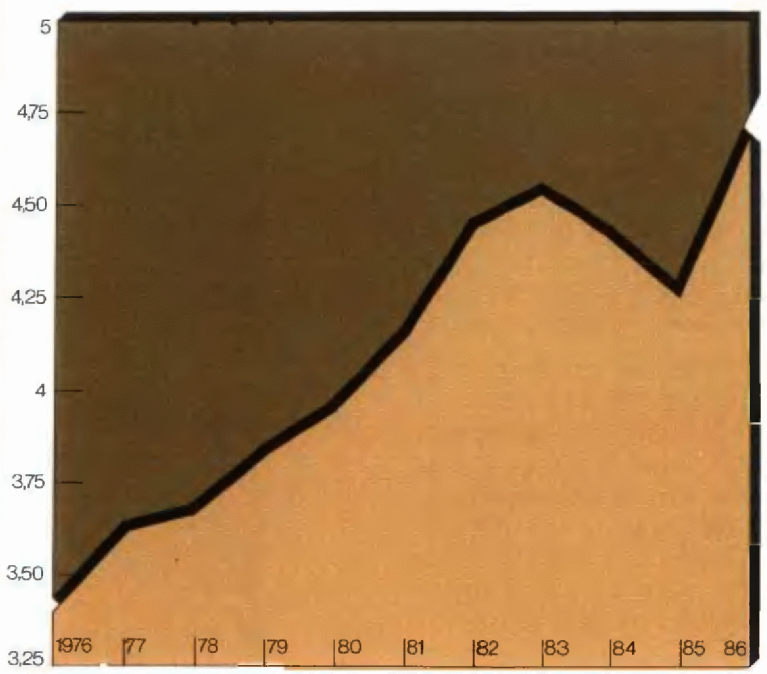
5. Productos ordinarios netos

De nuevo las cifras del cuadro número 1 y el gráfico 5 permiten comprobar la cuantía y evolución de los productos ordinarios netos. Esta rúbrica recoge en las cajas de ahorros los ingresos obtenidos por cuatro conceptos diferentes:

- Los ingresos por avales y créditos documentarios.
- Las comisiones netas por aplicaciones bancarias y gestión de efectos.
- Las diferencias por cambio de moneda y comisiones de cambio.
- Las comisiones netas por transferencias, giros, administración de valores de clientes, alquiler de cajas de seguridad y otros servicios de similar naturaleza.

Puede afirmarse, en consecuencia, que la rúbrica «productos ordinarios netos» viene a reflejar algunos de los ingresos procedentes de actividades desempeñadas por las entidades financieras sin que medie en ellas la entrega material de fondos a terceras personas sino sólo la prestación de servicios, ligados a la actividad de intermediación en algunos casos pero más independientes de esta última en otros muchos, aunque en la misma no se reflejen todos los ingresos de esta naturaleza percibidos por las entidades de crédito.

GRAFICO 4
MARGEN DE INTERMEDIACION NETO
% sobre pasivo patrimonial medio



La evolución de los productos ordinarios netos han sido en las cajas de ahorros y para el período considerado bastante irregular dentro de la escasa cuantía absoluta y relativa de los mismos. De todas formas, a través del gráfico 5 puede comprobarse cómo esta evolución ha seguido a partir de 1978 una línea de tendencia claramente ascendente dentro de su escasa cuantía relativa, aunque con inesperados descensos en 1981 y 1986. La política mantenida por las cajas de ahorros de no cobrar la mayor parte de los servicios que prestan a su clientela quizá pueda explicar la escasa cuantía de esta rúbrica y las fluctuaciones que la misma ha experimentado en el período objeto de análisis.

6. Margen neto ordinario

El margen neto ordinario —cuyas cifras se contienen en el cuadro n.° 1 y su evolución se representa en el gráfico 6— expresa el resultado conjunto, antes de la deducción de los gastos de explotación, de la actividad financiera típica u ordinaria de las cajas de ahorros, ya que integra el resultado de la actividad de intermediación —margen neto de intermediación— y el resultado de la prestación de servicios, es decir, los productos ordinarios netos.

Como puede comprobarse a través de los gráficos 4 y 6, la evolución del margen ordinario neto es prácticamente similar a la del margen neto de intermediación, como no podía menos que ocurrir teniendo en cuenta la escasa cuantía de los productos ordinarios netos en las cajas de ahorros.

GRAFICO 5
PRODUCTOS ORDINARIOS NETOS
% sobre pasivo patrimonial medio

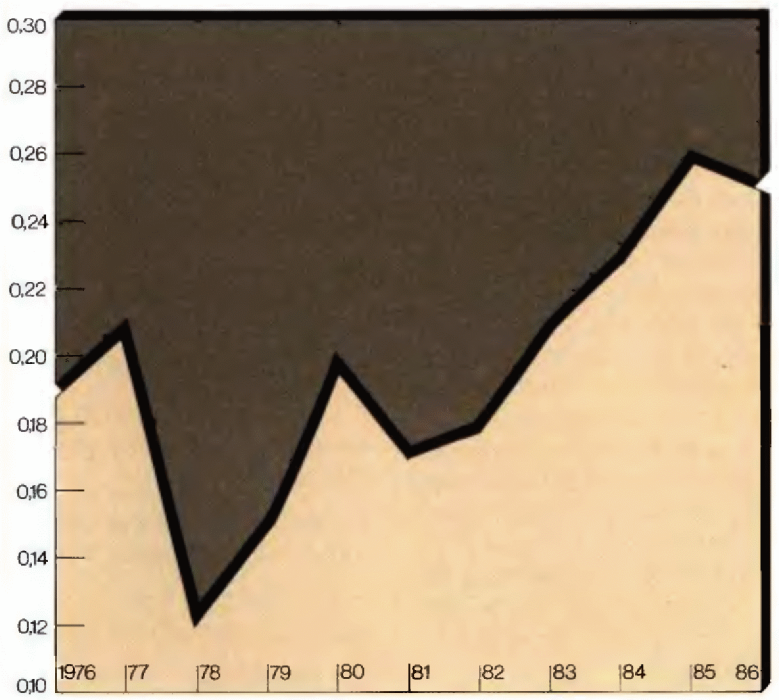
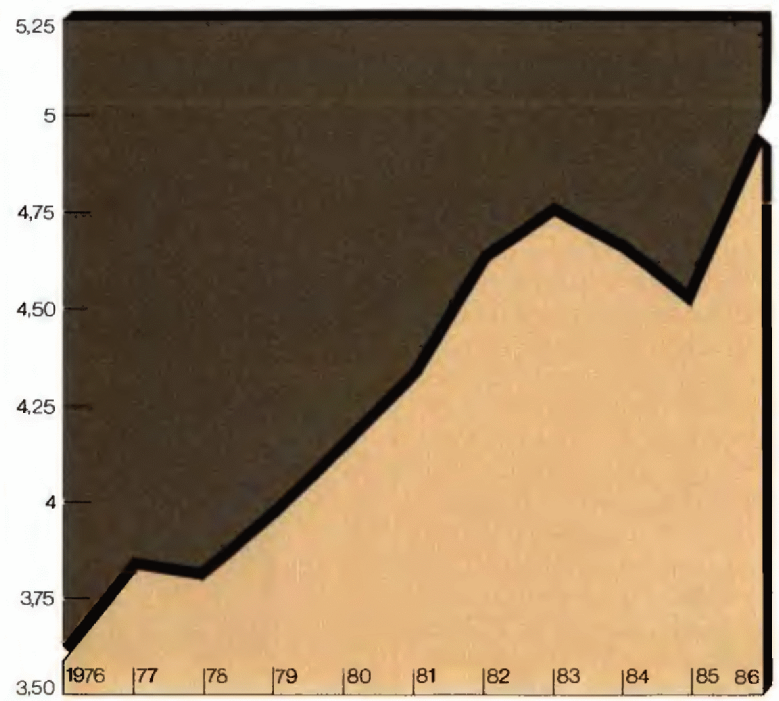


GRAFICO 6
MARGEN ORDINARIO NETO
% sobre pasivo patrimonial medio



7. Gastos de explotación

Los gastos de explotación, cuya cuantía se expone en el cuadro n.° 1 y cuya evolución se refleja en el gráfico 7, están integrados por las cuatro partidas siguientes:

- Los gastos de personal, donde se incluyen los sueldos y gratificaciones satisfechos, las cuotas de la Seguridad Social y otros diversos gastos de personal, excluidas en todo caso las dotaciones correspondientes a los fondos constituidos para atender las cargas futuras por pensiones del personal actualmente en activo o ya jubilado.
- Los gastos generales, entre los que se incluyen los de alquileres e inmovilizado, los de suministros y comunicaciones, el material de oficina, los gastos de automación, los de publicidad y los de representación.
- Las contribuciones y tributos de naturaleza directa que no recaen sobre los resultados.
- Las amortizaciones del activo fijo.

Como puede comprobarse por el gráfico 7, la evolución de los gastos de explotación en las cajas de ahorros ha sido creciente hasta 1982 y decreciente a partir de ese ejercicio y hasta 1986, en que han experimentado una ligera recuperación. Si se tiene en cuenta que los gastos de personal han venido a representar entre un 60 y un 65 por 100 de los gastos de explotación, la evolución de éstos puede ser explicada en gran parte por la evolución de los costes de personal.

Pues bien, en el gráfico 8 se expone la evolución de los gastos de personal en las cajas de ahorros en el período considerado y

GRAFICO 7
GASTOS DE EXPLOTACION
% sobre pasivo patrimonial medio

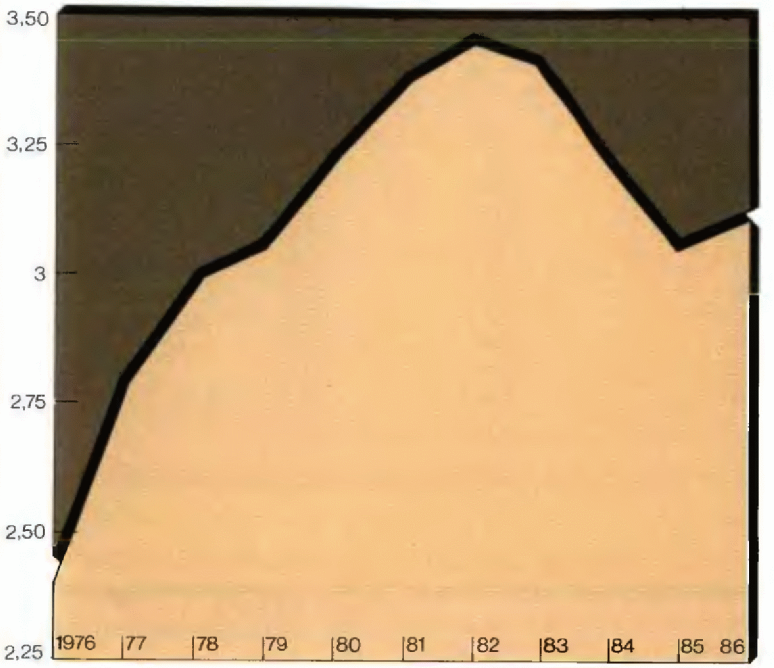
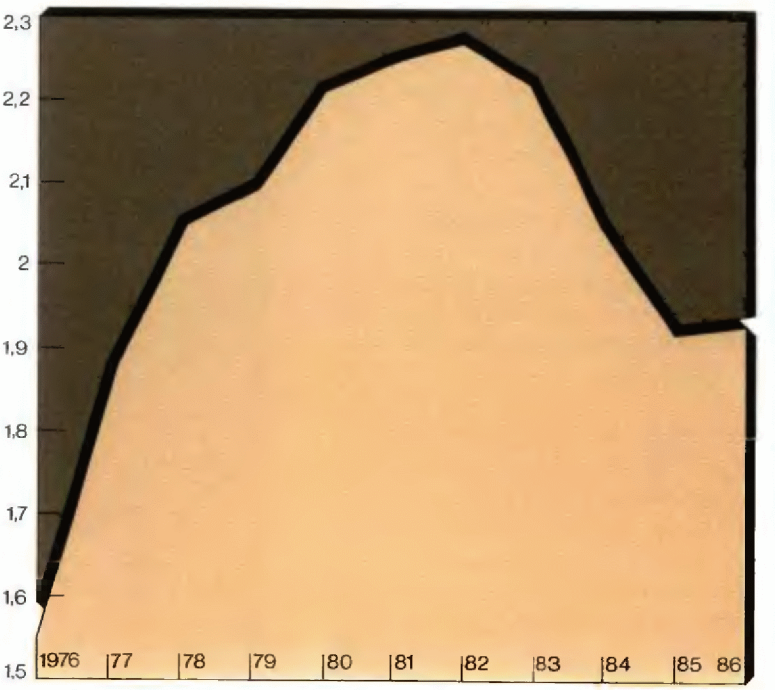


GRAFICO 8
GASTOS DE PERSONAL
% sobre pasivo patrimonial medio



CUADRO N.º 2

COMPONENTES DE LOS GASTOS DE EXPLOTACION

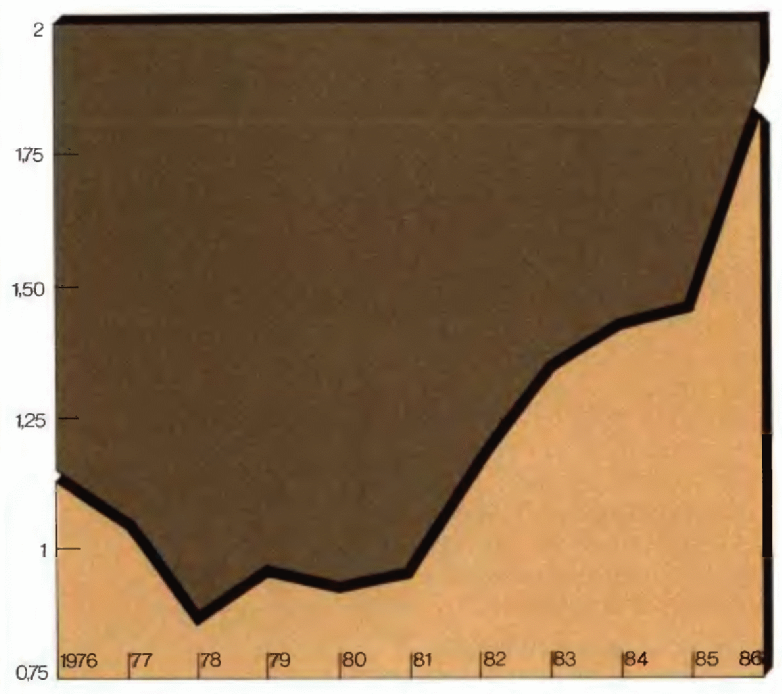
	Coste medio por empleado. (Miles de ptas. 1976)	*Número de empleados por oficina*	*Gastos generales por oficina (Millones de ptas. 1976)*	*Activos totales por oficina (Millones de ptas. 1976)*	*Activos totales por empleado (Millones de ptas. 1976)*
1976	764	5,05	1.160	262	52,0
1977	845	5,15	1.390	245	47,6
1978	884	5,34	1.512	241	45,7
1979	912	5,46	1.663	246	45,0
1980	936	5,57	1.920	236	42,3
1981	950	5,42	1.884	236	43,9
1982	958	5,28	2.033	236	44,7
1983	948	5,21	2.032	246	47,1
1984	930	5,25	2.105	259	49,3
1985	915	5,22	2.126	271	51,9
1986	896	5,20	2.146	279	53,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia

a través del mismo puede comprobarse cómo esa evolución es prácticamente similar a la de los gastos de explotación. De todas formas entre 1976 y 1982 se produce un aumento ligeramente más rápido de los gastos de personal que de los gastos de explotación, mientras que a partir de 1982 también es más rápido el descenso de los gastos de personal que el de los gastos de explotación. Parece, en consecuencia, que los gastos de personal han liderado tanto el ascenso como el descenso de los gastos de explotación, siendo debida la mayor lentitud para el descenso de estos últimos a partir de 1982 al crecimiento experimentado por los gastos generales.

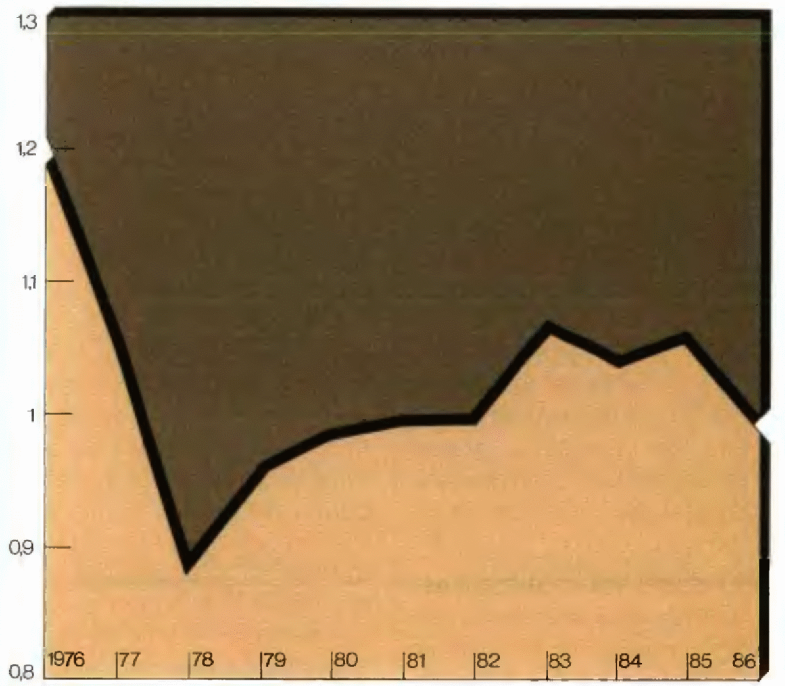
El aumento de los gastos de personal en el período considerado ha sido originado, en una parte considerable, por el aumento experimentado por las plantillas de las cajas de ahorros, generado a su vez en su mayor parte por las necesidades impuestas por la expansión geográfica de las Cajas. Como puede comprobarse en los

GRAFICO 9
MARGEN DE EXPLOTACION NETO
% sobre pasivo patrimonial medio



datos del cuadro n.° 2, los gastos de personal por empleado evolucionaron también de forma creciente en las cajas de ahorros hasta 1982 —incluso si se toman las retribuciones medias por empleado en pesetas constantes de 1976— para mantener a partir de ese año un ritmo constante de descenso que se extiende hasta 1986. El número de empleados por oficina es creciente hasta 1980, iniciando a partir de ese momento un suave descenso debido al crecimiento en el número de oficinas como consecuencia de la expansión geográfica. Como contrapunto a las anteriores consideraciones, en el cuadro n.° 2 también se expone la evolución de los activos totales por empleado y por oficina para las cajas de ahorros en pesetas de 1976. A través de tales datos, puede observarse el prácticamente nulo crecimiento de la producción real medida a través de estos índices.

GRAFICO 10
RESULTADO CONTABLE
% sobre pasivo patrimonial medio



8. Margen neto de explotación

El «margen neto de explotación» recoge el saldo de la cuenta «típica» de resultados de las cajas de ahorros. Sus cifras se contienen en el cuadro n.° 1 y en el gráfico 9 y a través del mismo puede comprobarse cómo la evolución de estos resultados ha sido claramente creciente, especialmente a partir de 1981. Ello significa que las cajas de ahorros han conseguido mejorar los resultados típicos de su explotación año tras año, en parte como consecuencia de una mayor rentabilidad de sus inversiones y, en parte, como consecuencia de una reducción sustancial en sus gastos de explotación.

9. Resultados «atípicos»

Los resultados «atípicos» de las cajas de ahorros están constituidos por la suma algebraica de tres partidas de diferente signo:

- Los resultados obtenidos por la enajenación de inmuebles y de valores, disminuidas estas últimas por las dotaciones anuales a los fondos para saneamiento de valores.
- Las dotaciones efectuadas para la constitución de fondos destinados a la atención de cargas futuras por compromisos adquiridos en cuanto a pensiones del personal, que se sitúan en esta rúbrica debido a que actualmente tales dotaciones recogen no sólo las que corresponderían a cada ejercicio sino también las necesarias para situar los fondos en los niveles obligados por pensiones futuras del personal pasivo o por el cómputo de servicios ya prestados del personal actualmente en activo.
- Otras dotaciones y otros resultados no directamente ligados a la actividad financiera de las cajas de ahorros.

Como puede comprobarse por las cifras del cuadro n.° 1, la cuantía de los resultados atípicos obtenidos por las cajas de ahorros ha sido de escasa importancia hasta el año 1982 en que comienzan a dotarse los fondos para las pensiones del personal. A partir de esa fecha, el saldo de la cuenta atípica tiene un claro signo negativo, provocado básicamente por las referidas dotaciones. En 1986, el conjunto de dotaciones

supuso nada menos que un 1,19 por 100 respecto al pasivo patrimonial medio —de los que 0,86 por 100 fueron, por pensiones del personal—, mientras que los productos de enajenaciones supusieron un 0,34 por 100, originado básicamente por plusvalías en valores mobiliarios.

10. Resultado total antes de impuestos

La suma de los resultados «típicos» y del saldo de la cuenta «atípica» de las cajas de ahorros configura los resultados totales antes de impuestos obtenidos por estas entidades, cuya cuantía se expone en el cuadro n.° 1 y se representa en el gráfico 10.

Lo que más sorprende en el período considerado es la relativa estabilidad de los resultados de las cajas de ahorros si se elimina el valor correspondiente a 1976. Entre 1977 y 1986 los resultados se han situado en torno al 1 por 100 sobre el pasivo patrimonial medio, con ligeras fluctuaciones en uno y otro sentido que no rompen en absoluto esa línea de estabilidad. Si se tiene en cuenta que entre 1976 y 1986 las cajas de ahorros han experimentado grandes cambios en su dimensión, en la regulación de sus órganos rectores, en el contenido de su actividad y en el grado de libertad de sus inversiones —todo ello dentro, además, de una economía en crisis y de un sistema financiero sometido a un cambio estructural muy importante— la estabilidad en la evolución de los resultados de las cajas de ahorros durante este período confirma la buena gestión de estas entidades, que les ha permitido sortear todas las situaciones anteriores al tiempo que hacían más sólida su posición y solvencia gracias a tales resultados.

III. LOS CAMBIOS EN TIPOS Y EN ESTRUCTURA Y EL MARGEN DE INTERMEDIACION.

En el epígrafe anterior acaba de exponerse el contenido de la cuenta escalar de resultados entre 1976 y 1986, efectuándose una descripción del comportamiento de las principales partidas que la integran y de las causas que lo han motivado en esa década. Se trata ahora de analizar, desde una óptica distinta, si algunas de las variaciones en el margen de intermediación durante los últimos ejercicios responden a cambios en la estructura y composición de activos y pasivos o a cambios en las retribuciones de los mismos. Hay que advertir de inmediato que, al realizarse el análisis en términos de porcentajes sobre masas patrimoniales medias, las variaciones no detectan los cambios producidos por aumentos absolutos en las masas patrimoniales correspondientes sino los cambios en la estructura o composición relativa de las mismas.

Por otra parte el análisis, en esta ocasión, va a referirse sólo al período 1983-1986, insistiendo especialmente en el comportamiento durante el último de los ejercicios mencionados, y resulta necesario aclarar que el mismo se referirá exclusivamente a las Cajas de Ahorros Confederadas, con exclusión de la Caja Postal de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. Ese es el motivo de algunas de las pequeñas diferencias que podrán detectarse en los valores de ciertas rúbricas respecto a los que se contienen o deducen del cuadro número 1.

Por otra parte, si los factores que van a identificarse como causantes de los cambios van a ser la estructura de masas patrimoniales y los tipos de retribución, es evidente que resultará necesario circunscribir el análisis al ámbito de la cuenta «típica» y, dentro de ella, a la de intermediación exclusivamente, eliminando la de servicios porque, al no consistir la prestación de éstos en la utilización de recursos o masas patrimoniales de un modo directo, difícilmente podrán identificarse cambios en la estructura patrimonial como fuente de las variaciones experimentadas por los «productos ordinarios netos». Además, la eliminación de la cuenta de servicios impide el considerar los gastos de explotación —pues éstos se originan tanto por la intermediación financiera como por la prestación de servicios— y otro tanto puede decirse respecto al «saneamiento del crédito», ya que en esta partida no podrán diferenciarse cambios en estructura y en retribuciones, por lo que el análisis, en consecuencia, habrá de reducirse al ámbito del margen bruto de intermediación. A tales efectos, seguidamente se exponen los factores que parecen haber incidido en la evolución de los productos y costes financieros, así como en el margen correspondiente.

1. Productos financieros brutos

Como puede comprobarse a través del cuadro n.° 3 y del gráfico 11, las variaciones interanuales de los productos financieros brutos han sido negativas a partir de 1983, último ejercicio que muestra una variación total posi-

CUADRO N.° 3

COMPOSICION DE LAS VARIACIONES INTERANUALES

(En % sobre Pasivo Patrimonial Medio)

	Variaciones por estructura				*Variaciones por retribución*				*Variaciones totales*			
	1983	*1984*	*1985*	*1986*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*	*1983*	*1984*	*1985*	*1986*
Productos financieros brutos	+0,21	−0,10	−0,06	+0,05	+0,40	+0,05	−0,40	−0,34	+0,61	−0,05	−0,46	−0,29
Gastos financieros	−0,20	−0,22	−0,18	−0,04	−0,02	−0,02	+0,29	+0,55	−0,22	−0,24	+0,11	+0,51
Margen de intermediación bruto	+0,01	−0,32	−0,24	+0,01	+0,38	+0,03	−0,11	+0,21	+0,39	−0,29	−0,35	+0,22

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

tiva de esta partida. En 1984 los productos financieros brutos tuvieron una variación negativa originada por un cambio en la estructura hacia colocaciones menos rentables y en 1985 la variación total —también negativa— tuvo su origen en un cambio en la estructura hacia colocaciones menos rentables, como en el ejercicio anterior, pero sobre todo en la fuerte caída experimentada por los tipos de rentabilidad del activo de las Cajas de Ahorros Confederadas.

La pérdida relativa de productos financieros experimentada en 1986 es inferior a la del año precedente y parece, en consecuencia, quebrar el deterioro acelerado que venía produciéndose en ejercicios anteriores. Del análisis de los factores que han inducido las variaciones interanuales de estos ingresos —como puede apreciarse en el gráfico 11— se desprende:

• Que el impacto en 1986 de la continuada tendencia a la baja de los tipos de interés ha sido de menores proporciones que en el ejercicio anterior.

• Que se ha producido una mutación positiva en la estructura de la inversión, bien por aumento o bien por un menor deterioro del peso relativo de aquellos epígrafes de mayor rentabilidad, en contraposición a lo acaecido hasta 1985.

En resumen, los productos financieros brutos —que durante 1986 han mitigado algo su anterior proceso de deterioro— han sufrido también en este ejercicio el impacto de la baja de los tipos de interés, aunque la han contrarrestado en parte con una mejor estructura de las inversiones, que alcanzan en 1986 un mayor peso relativo en sus rúbricas más rentables.

2. Costes financieros

Como puede apreciarse a través del cuadro n.° 3 y del gráfico 12, durante 1986 se desacelera fuertemente la tendencia mantenida en ejercicios anteriores por los recursos ajenos de las Cajas de Ahorros Confederadas respecto a la sustitución de recursos baratos (cuentas corrientes y ahorro a la vista) por recursos caros, ya que la variación por estructura de los costes financieros, aunque sigue siendo positiva en ese ejercicio —lo cual significa obviamente mayores costes del pasivo— ha resultado mucho menos importante que en los ejercicios anteriores. De hecho, durante 1986, las Cajas de Ahorros Confederadas consiguieron estabilizar el peso relativo de sus recursos caros —que pasaron de un 54,58 por 100 en 1985 a un 54,76 en 1986— aunque sin lograr su reducción debido al fuerte proceso de expansión en que estuvieron inmersas y que les supuso una ganancia de cuota de mercado que superó los dos puntos porcentuales.

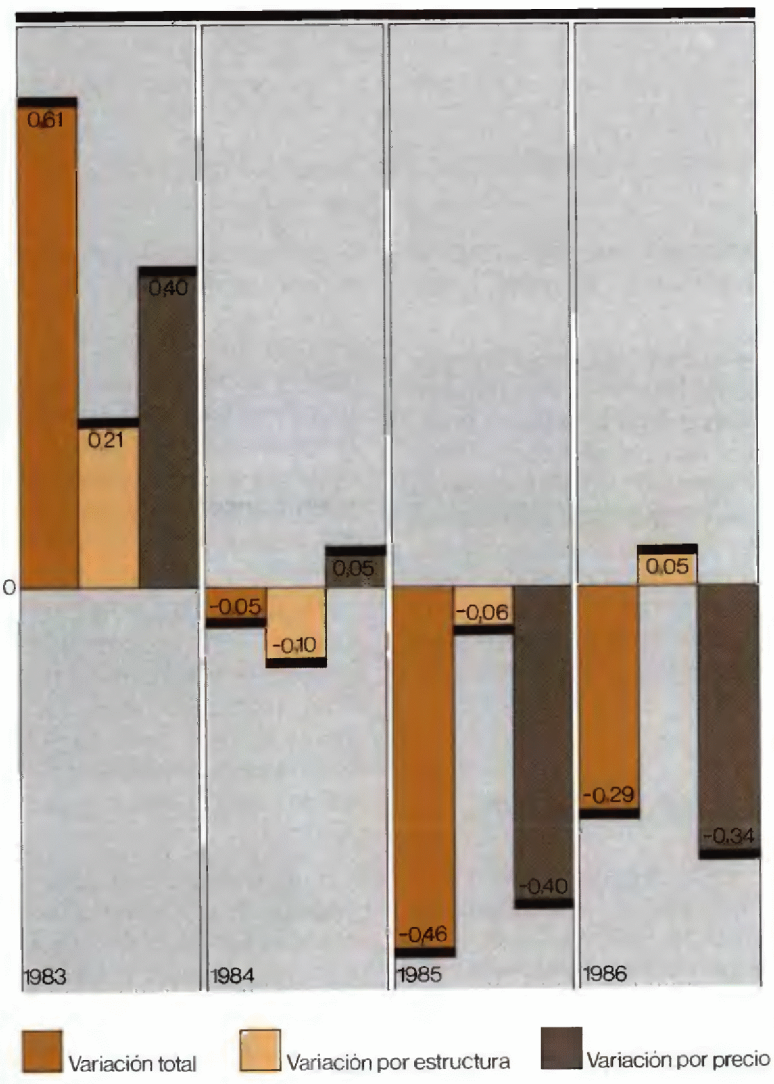
Como ya se ha indicado, en el cuadro n.° 3 y en el gráfico 12 se muestra la evolución de los diferentes factores de variación de los costes de las Cajas de Ahorros Confederadas, que para 1986 han tenido las siguientes características:

• Ha continuado, incluso acelerándose, el proceso de disminución de los costes financieros en términos de pasivo patrimonial medio.

• Como consecuencia del descenso acelerado de los tipos de interés, se ha producido una sensible disminución en el tipo de retribución de los recursos ajenos, que ha visto acentuarse el proceso reductor de sus precios iniciado en 1985.

• Sin embargo, la caída en los precios ha sido superior al descenso experimentado finalmente por los costes financieros debido a que los recursos de mayor cos-

GRAFICO 11
VARIACIONES INTERANUALES DE PRODUCTOS FINANCIEROS
% sobre pasivo patrimonial neto



te han seguido aumentando su peso relativo dentro del pasivo de las Cajas de Ahorros Confederadas, aunque este aumento haya sido muy pequeño en 1986.

• La disminución de los tipos de interés se ha generalizado para las distintas clases de recursos, siendo las más significativas las reducciones experimentadas por la retribución de las cesiones temporales de activos, cuentas a plazo y cuentas de ahorro vista.

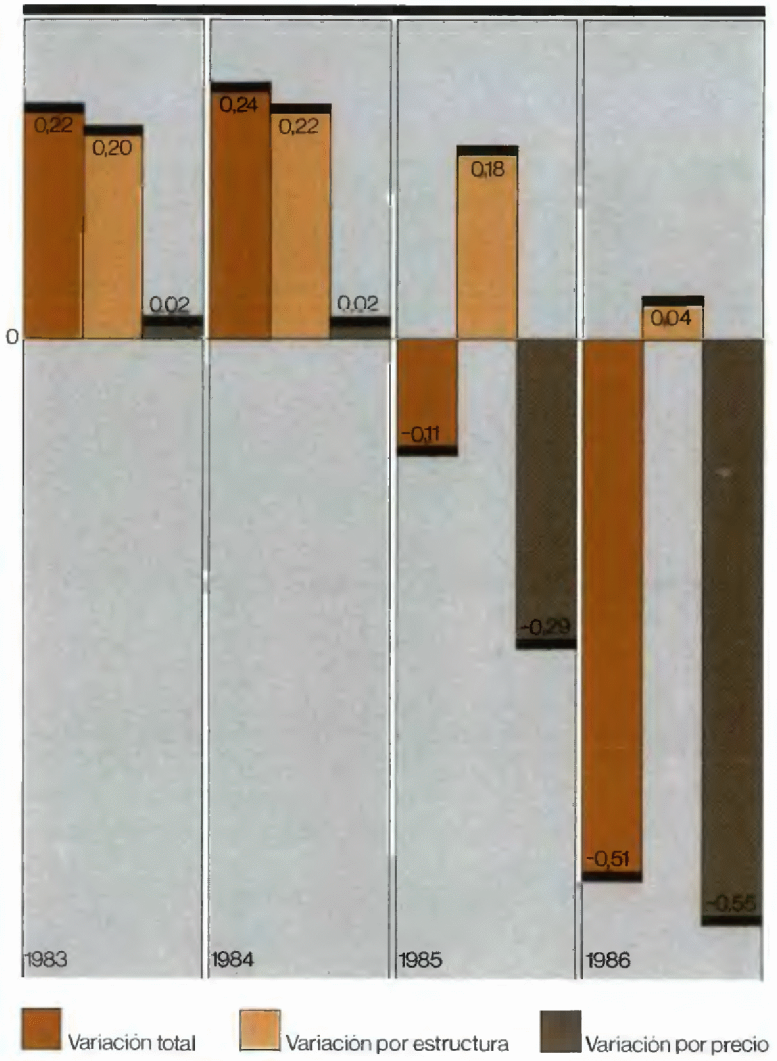
• La distribución de los diferentes tipos de recursos, que prácticamente se mantiene estable en 1986 en las dos grandes agrupaciones anteriormente expuestas —baratos y caros— presenta no obstante oscilaciones significativas en los epígrafes que las integran. Así entre los recursos denominados «baratos» incrementan su peso relativo las cuentas corrientes y disminuyen su significación las cuentas a la vista, mientras entre los recursos «caros» se produce una pérdida de peso relativo en las tradicionales cuentas a plazo y aumentan su significación relativa los epígrafes de más reciente aparición como son operaciones de seguros, cesión temporal de activos y empréstitos.

En definitiva las Cajas de Ahorros Confederadas en 1986 han vuelto a disminuir, y esta vez significativamente, el peso de los costes financieros en términos de pasivo patrimonial medio, gracias sobre todo a un sustancial abaratamiento de la retribución de los recursos ajenos. Asimismo han conseguido estabilizar la estructura interna de los diferentes epígrafes de captación, estructura que se venía deteriorando rápidamente a favor de los recursos caros en los últimos años, sin que todo ello haya constituido una rémora a la captación de pasivo, que ha supuesto una ganancia de más de dos puntos porcentuales en la cuota de mercado correspondiente.

3. Margen de intermediación

Como puede comprobarse a través del cuadro n.° 3 y del gráfico 13, el incremento en 1986, en términos de pasivo patrimonial medio, del margen de intermediación de las Cajas de Ahorros Confederadas rompe al deterioro sufrido por esta magnitud en los dos

GRAFICO 12
VARIACIONES INTERANUALES DE COSTES FINANCIEROS
% sobre pasivo patrimonial medio



ejercicios anteriores y establece una más adecuada relación entre productos y costes financieros. A tales efectos, la atenuación del proceso de deterioro de los productos financieros brutos se ha complementado con la intensificación de la tendencia reductora de los costes financieros, consiguiéndose que la disminución de los costes supere al deterioro de los productos, lo que ha tenido por consecuencia una mejora del hasta ahora descendente margen de intermediación.

En el gráfico 13 se exponen para los ejercicios que van desde 1983 a 1986, ambos inclusive, los factores que determinan las variaciones del margen de intermediación, siendo necesario destacar respecto a 1986 lo siguiente:

• Las variaciones producidas por los cambios en las estructuras de captación de recursos —pasivo— y de inversión de los mismos —activo— que hasta 1985 habían supuesto la principal fuente de deterioro del margen de intermediación, consiguen equilibrarse en 1986 y prácticamente anularse mutuamente en el referido ejercicio.

• La tendencia descendente de los tipos de interés se ha dejado sentir tanto en la captación de recursos como en su inversión, pero mientras que en la inversión esta incidencia negativa ha sido inferior a la del ejercicio precedente, la disminución en los costes unitarios de los recursos ajenos ha superado a la del ejercicio anterior así como a la experimentada por las rentabilidades de la inversión.

• En consecuencia, puede afirmarse que en 1986 las Cajas de Ahorros Confederadas han mejorado su hasta ahora descendente margen de intermediación como resultado conjunto de compensar, por una parte, la influencia negativa que producían sobre el margen tanto una estructura de inversión cada vez menos rentable como una estructura de captación cada vez más onerosa. En el ámbito de las inversiones, uno de los factores más positivos en 1986 ha sido el aumento del peso relativo de la cartera de valores, impulsado en parte por la tendencia alcista de la Bolsa. En cuanto al pasivo, se ha logrado estabilizar prácticamente el peso —creciente en otros años— de las rúbricas más costosas. Por otra, de abaratar los tipos de coste de sus pasivos en mayor medida que la depreciación experimentada por el tipo de rentabilidad de sus inversiones, aunque este último fenómeno ha podido deberse parcialmente también a la más larga rotación de las mismas.

IV. EL COSTE DE LOS RECURSOS Y LA RENTABILIDAD DE LAS INVERSIONES

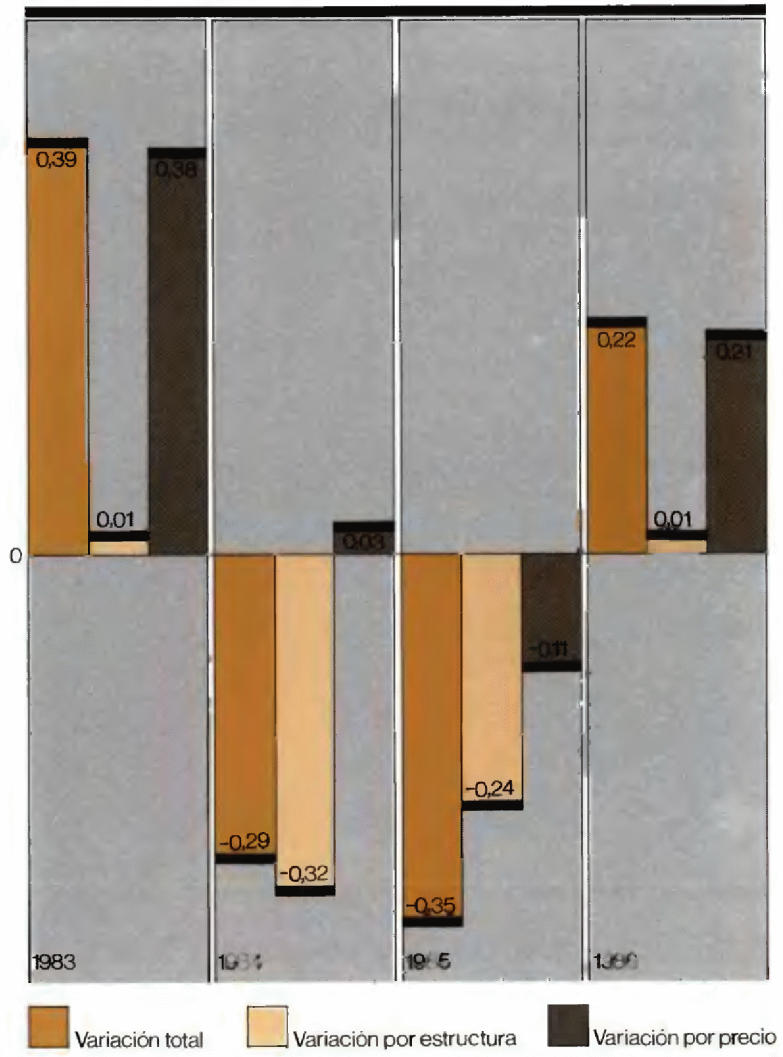
Un análisis complementario de los resultados de las cajas de ahorros durante la última parte del período considerado —y, concretamente, entre 1983 y 1986— permitirá conocer cuáles han sido los costes satisfechos por los distintos recursos utilizados y las rentabilidades obtenidas de las diferentes inversiones efectuadas por estas entidades. A tales efectos, seguidamente se expondrán las procedencias de los recursos obtenidos por las cajas de ahorros con sus costes, el empleo de tales recursos con sus productos, la evolución de los porcentajes de rentabilidad y coste de los principales componentes del activo y del pasivo y, finalmente, una agrupación de tales rentabilidades por áreas de actividad o de negocio.

1. El coste de los recursos de las Cajas de Ahorros

En el cuadro n.° 4 se contiene el saldo medio alcanzado en 1983 y en 1986 por cada una de las rúbricas que integran el pasivo del balance de las cajas de ahorros. Junto a tales rúbricas figuran los costes satisfechos por esos recursos y el tipo resultante de la comparación de costes y saldos medios.

La primera conclusión que puede extraerse del cuadro n.° 4 es que los recursos ajenos administrados por las Cajas son —como es obvio que así ocurra en entidades de depósito— la fuente más importante de financiación de las mismas, pues representa el 86,9 del pasivo medio en 1983 y el 85,0 de esa magnitud en 1986.

GRAFICO 13
VARIACIONES INTERANUALES DEL MARGEN FINANCIERO PRODUCTOS FINANCIEROS-COSTES FINANCIEROS
% sobre el pasivo patrimonial medio



La segunda es advertir cómo los depósitos constituyen la principal fuente de financiación de las cajas de ahorros y cómo, además, los depósitos obtenidos del Sector privado a plazo inferior a seis meses suponen la partida más cuantiosa de todo el pasivo de estas entidades.

La tercera conclusión permite señalar cómo los empréstitos y cesiones temporales de activo constituyen fuentes de financiación de importancia creciente para las cajas de ahorros en el período considerado.

La cuarta, que los recursos propios de las cajas de ahorros —constituidos por los fondos de dotación, las reservas y obra be-

CUADRO N.° 4

RECURSOS MEDIOS DE LAS CAJAS DE AHORROS CON SUS COSTES

(En millones de pesetas)

	1983				1986			
	Saldo medio	*Peso %*	*Costes Financieros*	*Tipo %*	*Saldo medio*	*Peso %*	*Costes Financieros*	*Tipo %*
ENTIDADES DE CREDITO (1)	466.742	6,37	46.626	9,99	736.118	5,91	65.230	8,86
Banco de España	19.360	0,26	3.680	19,01	68.234	0,55	7.479	10,96
Resto entidades de crédito	447.382	6,10	42.946	9,60	667.884	5,36	57.751	8,65
En pesetas	319.019	4,35	32.412	10,16	482.846	3,88	45.731	9,47
En moneda extranjera	128.363	1,75	10.534	8,21	185.038	1,49	12.020	6,50
DEPOSITOS (2)	5.722.646	78,05	365.711	6,39	8.823.187	70,81	518.825	5,88
Sector público	268.821	3,67	18.813	7,00	387.613	3,11	24.452	6,31
Sector privado	5.453.825	74.38	346.898	6,36	8.435.574	67,70	494.373	5,86
Residentes	5.417.899	73,89	344.179	6,35	8.222.119	65,99	477.855	5,81
Inferior a 6 meses	2.973.338	40,55	78.561	2,64	4.186.644	33,60	86.619	2,07
A más de 6 meses	2.444.561	33,34	265.618	10,87	4.035.475	32,39	391.236	9,69
No residentes	35.926	0,49	2.719	7,57	213.455	1,71	16.518	7,74
EMPRESTITOS (3)	182.396	2,49	19.278	10,57	682.878	5,48	71.447	10,46
CESION TEMPORAL DE ACTIVOS (4)	0	0,00	0	0,00	353.795	2,84	29.765	8,41
DIF. CAMBIO CORRECTORAS INTERESES							2	
• TOTAL PASIVO ONEROSO (1) + (2) + (3)	6.371.784	86,90	431.615	6,77	10.595.978	85,04	685.269	6,47
OTROS RECURSOS	568.678	7,76	—	—	1.218.527	9,78	—	—
F. DOTACION, RESERVAS Y O.B.S.	392.028	5,35	—	—	645.907	5,18	—	—
TOTAL PASIVO	7.332.490	100,00	431.615	5,89	12.460.412	100,00	685.269	5,50

No incluye la Caja Postal de Ahorros.
FUENTE: Banco de España y elaboración propia.

néfico-social, así como los otros recursos— constituyen fuentes de financiación de cuantía creciente en el período considerado.

La última, comprobar cómo los costes del pasivo oneroso han descendido entre 1983 y 1986, siguiendo la tendencia de los tipos de interés en este período.

2. Los productos de las inversiones

En el cuadro n.° 5 se contiene la composición de los activos medios de las cajas de ahorros con sus productos, siguiendo una estructura similar a la del cuadro n.° 4, y del mismo pueden extraerse algunas conclusiones de interés.

La primera de ellas es que el activo rentable de las cajas de ahorros ha ido ganando posiciones dentro del activo total entre 1983 y 1986, pasando en este período de representar un 86,78 por 100 del activo total a un 88,46 por 100 de esta rúbrica.

Al mismo tiempo, el activo no rentable ha perdido importancia dentro del activo total de las Cajas, pero esa pérdida se ha concentrado especialmente en el inmovilizado, que ha reducido su volumen en términos relativos de un modo apreciable en estos años, mientras que la tesorería y los otros empleos no rentables han reducido sólo muy ligeramente su peso relativo en el activo total.

El activo rentable está compuesto por tres grandes rúbricas de inversión: la inversión crediticia, la cartera de títulos y, finalmente, las colocaciones en entidades de crédito. La inversión crediticia ha perdido peso relativo en la composición del activo de las cajas de ahorros entre 1983 y 1986 pero esa pérdida ha sido debida exclusivamente a la reducción, en términos relativos, experimentada por los créditos al Sector privado, que han pasado de representar un 39,80 por 100 del total de los activos de las Cajas en 1983 a suponer tan sólo un 31,55 por 100 de tales activos en 1986. El crédito al Sector público, por el contrario se ha incrementado ligeramente en términos relativos entre las dos fechas antes señaladas y los créditos morosos y dudosos han perdido también significación en ese período.

Un comportamiento similar al de los créditos se observa en la

cartera de títulos, que pasa de representar el 20,41 del activo total en 1983 a suponer tan sólo el 17,68 por 100 de ese activo en 1986. También en esta rúbrica los fondos públicos han aumentado su peso relativo mientras los valores privados han mostrado un descenso considerable en su cuantía relativa.

Las causas de estos descensos en la cuantía relativa de la inversión crediticia y de la cartera de valores han de buscarse, necesariamente, en dos hechos de gran trascendencia para la economía española que han tenido fuerte repercusión en la estructura de las inversiones de todas las entidades de crédito y, desde luego, también en las cajas de ahorros. El primero es, sin duda, la presión creciente del déficit público en todos los niveles de la Administración, que se refleja en el peso creciente de las inversiones en el sector público —crediticias o en valores— que efectúan las cajas de ahorros y que, además, se confirma en el comportamiento de la rúbrica «otros activos monetarios» que se comenta más adelante. El segundo, la debilidad de la demanda de crédito por parte del Sector privado, que sólo en 1986 ha presentado un aspecto más positivo que en ejercicios anteriores.

En cuanto a las inversiones en entidades de crédito, su análisis debe ser contrapesado con el de la rúbrica de similar denominación del cuadro n.° 4, pues sólo así será posible comparar la posición neta de las cajas de ahorros. En este sentido, el análisis conjunto de los cuadros números 4 y 5 permite comprobar cómo el Banco de España mantiene una posición neta deudora respecto a las cajas de ahorros debido básicamente al peso del coeficiente de caja, es decir, de los depósitos que obligadamente toda entidad de crédito ha de mantener en el Banco de España por razones de política monetaria.

En cuanto a las restantes entidades de crédito es evidente también que las cajas de ahorros mantienen una posición acreedora neta que ha aumentado desde un 2,90 por 100 en 1983 hasta el 7,34 por 100 en 1986, porcentajes que representan para cada año la diferencia entre las respectivas posiciones deudoras y acreedoras. Este aumento de la posición neta acreedora de las cajas de

CUADRO N.° 5

ACTIVOS MEDIOS DE LAS CAJAS DE AHORROS CON SUS PRODUCTOS

(En millones de pesetas)

	1983				*1986*			
	Saldo medio	*Peso %*	*Productos Financieros*	*Tipo %*	*Saldo medio*	*Peso %*	*Productos Financieros*	*Tipo %*
ENTIDADES DE CREDITO (1)	1.620.136	22,10	192.499	11,88	4.306.472	34,56	408.379	9,48
Banco de España	460.267	6,28	26.434	5,74	1.382.610	11,10	108.975	7,88
Resto entidades de crédito	659.745	9,00	83.616	12,67	1.581.898	12,70	170.309	10,77
Otros activos monetarios	500.124	6,82	82.449	16,49	1.341.964	10,77	129.095	9,62
INVERSION CREDITICIA (2)	3.246.795	44,28	458.559	14,12	4.512.359	36,21	612.778	13,58
Sector público	165.803	2,26	21.831	13,17	327.795	2,63	35.695	10,89
Sector privado	2.918.445	39,80	426.911	14,63	3.926.057	31,51	562.522	14,33
A Residentes	2.911.530	39,71	425.736	14,62	3.914.724	31,42	561.328	14,34
A no residentes	6.915	0,09	1.175	16,99	11.333	0,09	1.194	10,54
Morosos y dudosos	162.547	2,22	9.817	6,04	258.507	2,07	14.561	5,63
CARTERA DE TITULOS (3)	1.496.301	20,41	167.586	11,20	2.203.287	17,68	256.323	11,63
Fondos públicos	535.589	7,30	51.694	9,65	1.227.240	9,85	131.835	10,74
Valores privados	960.712	13,10	115.892	12,06	976.047	7,83	124.488	12,75
DIF. CAMBIO CORRECTORAS INTERESES					0		0	
ACTIVO RENTABLE (I) = (1) + (2) + (3)	6.363.232	86,78	818.644	12,87	11.022.118	88,46	1.277.480	11,59
INMOVILIZADO	454.053	6,19	—	—	591.912	4,75	—	—
TESORERIA	160.050	2,18	—	—	269.601	2,16	—	—
OTROS EMPLEOS NO RENTABLES	355.155	4,84	—	—	576.781	4,63	—	—
ACTIVO NO RENTABLE (II)	969.258	13,22	—	—	1.438.294	11,54	—	—
TOTAL ACTIVO (I) + (II)	7.332.490	100,00	818.644	11,16	12.460.412	100,00	1.277.480	10,25

No incluye la Caja Postal de Ahorros.
FUENTE: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO N.° 6

EVOLUCION DE LOS PORCENTAJES DE RENTABILIDAD Y COSTE

	1983		1984		1985		1986		DIFERENCIA 1986-1983	
ACTIVO	*Peso %*	*Tipo %*	*Peso %*	*Tipo %*	*Peso %*	*Tipo %*	*Peso %*	*Tipo %*	*Peso %*	*Tipo %*
Intermediarios Financieros (1)	22,10	11,88	29,79	10,99	35,72	10,13	34,56	9,48	12,46	—2,40
Sector Público (2)	9,57	10,48	8,89	10,95	9,37	10,81	12,48	10,77	2,91	0,29
Créditos	2,26	13,17	2,30	12,83	2,27	12,17	2,63	10,89	0,37	—2,28
Valores	7,30	9,65	6,59	10,29	7,09	10,38	9,85	10,74	2,55	1,09
Sector privado (3)	52,90	13,99	46,82	14,39	40,95	14,36	39,34	14,01	—13,56	0,02
Créditos	39,80	14,63	36,13	14,93	31,87	14,72	31,51	14,33	—8,29	—0,30
Valores	13,10	12,06	10,69	12,56	9,08	13,07	7,83	12,75	—5,27	0,69
Morosos y dudosos (4)	2,22	6,04	2,42	5,38	2,45	5,57	2,07	5,63	—0,15	—0,41
TOTAL ACTIVO RENTABLE (1+2+3+4)	86,78	12,87	87,92	12,64	88,49	12,03	88,46	11,59	1,68	—1,28
Empleos no rentables	13,22	0,00	12,08	0,00	11,51	0,00	11,54	0,00	—1,68	0,00
TOTAL ACTIVO	100,00	11,16	100,00	11,11	100,00	10,65	100,00	10,25	0,00	—0,91
PASIVO										
Intermediarios Financieros (1)	6,37	9,99	9,04	10,20	6,81	8,49	5,91	8,86	—0,46	—1,13
Depósitos (2)	78,05	6,39	72,03	6,52	71,93	6,57	70,81	5,88	—7,24	—0,51
Sector público	3,67	7,00	3,58	7,29	3,38	6,64	3,11	6,31	—0,56	—0,69
Sector privado	74,38	6,36	68,45	6,48	68,55	6,56	67,70	5,86	—6,68	—0,50
Inferior a 6 meses	40,55	2,64	36,09	2,56	33,94	2,34	33,60	2,07	—6,95	—0,57
Superior a 6 meses	33,34	10,87	31,77	10,90	33,84	10,76	32,39	9,69	—0,95	—1,18
No residentes	0,49	7,57	0,60	8,80	0,76	8,22	1,71	7,74	1,22	0,17
Empréstitos (3)	2,49	10,57	3,60	10,49	4,66	10,62	5,48	10,46	2,99	—0,11
Cesión temporal de activos (4)	0,00	0,00	1,15	10,43	2,06	9,55	2,84	8,41	2,84	8,41
TOTAL PASIVO ONEROSO (1+2+3+4)	86,90	6,77	85,83	7,13	85,45	7,01	85,04	6,47	—1,86	—0,30
Recursos sin coste	13,10	0,00	14,17	0,00	14,55	0,00	14,96	0,00	1,86	0,00
TOTAL RECURSOS	100,00	5,89	100,00	6,12	100,00	5,99	100,00	5,50	0,00	—0,39
MARGEN FINANCIERO BRUTO	—	5,28	—	4,99	—	4,65	—	4,75	—	—0,52

No incluye la Caja Postal de Ahorros.
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

ahorros respecto a las restantes entidades crediticias parece señalar un papel creciente de las cajas como captadores primarios de depósitos, debido posiblemente a disponer de una red de oficinas más dispersa por la geografía española.

Finalmente, bajo la rúbrica «otros activos monetarios» se integran básicamente los pagarés del Tesoro que las entidades crediticias están obligadas a tomar para coadyuvar a la financiación del déficit público. Su evolución entre 1983 y 1986 muestra un peso creciente en la estructura de las inversiones de las cajas de ahorros.

3. Los porcentajes de rentabilidad y coste

El cuadro n.° 6 recoge la evolución de los porcentajes de rentabilidad y coste de las distintas partidas que integran el balance de las cajas de ahorros. A través del mismo puede comprobarse cómo entre 1983 y 1986 el activo en su conjunto ha descendido en su rentabilidad en 0,91 puntos de porcentaje mientras que el total de los recursos sólo lo ha hecho en 0,39 puntos, lo cual ha originado una reducción del margen financiero de 0,52 puntos de porcentaje en el período considerado.

Sin duda el descenso más acusado en la rentabilidad de activos y pasivos es el padecido en los mercados monetarios, pues la rúbrica «intermediarios financieros» —que recoge la rentabilidad de las inversiones en tales mercados— ha disminuido en 2,4 puntos de porcentaje su rentabilidad entre 1983 y 1986.

Las inversiones en el sector pú-

blico han mantenido, en líneas generales, su rentabilidad en el período, pero ello es consecuencia del aumento de rentabilidad de la cartera de valores públicos contrapesada con una fuerte disminución de la rentabilidad de los créditos concedidos al sector público.

Algo similar ha ocurrido también con el sector privado, aunque en este caso los créditos a este sector han disminuido bastante menos su rentabilidad en el período considerado que los créditos concedidos al sector público. Interesa señalar también que, tanto los valores como los créditos al sector público, ofrecen para todos los años considerados rentabilidades claramente inferiores a las obtenidas de los créditos y valores concedidos al sector privado.

En cuanto a los depósitos del sector privado, la mayor caída en los costes de los mismos se ha producido en los de plazo superior a seis meses, probablemente porque, al ser de fijación libre, sus precios han respondido de una forma más inmediata a las condiciones del mercado.

Los depósitos del sector público han experimentado también un cierto descenso en sus costes, aunque muy inferior al experimentado en los costes de los depósitos a plazo superior a seis meses en el sector privado. Hay que señalar, además, que el coste medio de los depósitos procedentes del sector público se sitúa en todos los años considerados en valores medios superiores a los costes de los depósitos del sector privado.

Por otra parte, en el cuadro número 6 también puede comprobarse cómo la captación de recursos por la vía de empréstitos ha sido la fuente más onerosa de financiación de las cajas de ahorros en el período considerado.

Un análisis algo más detallado de las diferentes rúbricas de la inversión de las Cajas de Ahorros Confederadas, de sus rentabilidades respectivas y de sus diferentes pesos relativos, permite destacar las siguientes particularidades:

- Los conceptos de menor rentabilidad —Caja, y Banco de España y Tesorería a plazo— que constituían los epígrafes más expansivos hasta el ejercicio anterior, han perdido peso relativo durante 1986 en el conjunto de la inversión, al tiempo que han experimentado un recorte en sus rentabilidades.

- Se ha producido una recuperación del peso relativo de las inversiones en cartera de valores, rúbrica que había experimentado continuos deterioros en su peso relativo desde 1982 hasta 1985. Aunque la cartera de valores mantiene todavía una rentabilidad más elevada que las inversiones de tesorería, durante 1986 se ha producido una ligera desaceleración de su hasta ahora creciente rentabilidad, consecuencia de un aumento sustancial de la inversión en valores del sector público —de menor rentabilidad— y de la tendencia a la baja que mantuvieron los tipos de interés durante 1986.

- El crédito reduce ligeramente tanto su tipo de rentabilidad como su peso específico en el conjunto de las inversiones de las Cajas de Ahorros Confederadas, aunque mejora sus tendencias anteriores de sensibles pérdidas anuales tanto en rentabilidad como en peso relativo respecto a la inversión global.

4. Areas de actividad y diferenciales de las Cajas de Ahorros

En los cuadros números 7 y 8 se exponen los diferenciales obtenidos por las distintas áreas de actividad de las cajas de ahorros, así como sus empleos y la composición de las variaciones del diferencial total para 1983 y 1986. Antes de entrar en su comentario resulta necesario efectuar algunas precisiones sobre lo que se entiende por diferencial y como se agrupa por áreas la actividad desarrollada por las cajas de ahorros.

Por «diferencial» de cada área de actividad suele entenderse habitualmente —y así se refleja en los cuadros citados— un concepto similar, aunque bastante más amplio, al de margen ordinario neto del cuadro n.° 1. Se trata de adscribir a cada área de actividad cada uno de los ingresos que genera y cargarle todos los costes que pueden imputársele conforme a su utilización de fondos, con la única exclusión de los gastos de explotación, es decir, de los gastos de personal, de los gastos generales, de las contribuciones e impuestos y de las amortizaciones. De este modo, el «diferencial» representa un concepto más amplio que el de margen ordinario neto del cuadro n.° 1, e intenta medir la colaboración de cada una de las áreas de actividad a la formación de los resultados finales antes de la imputación a los mismos de los gastos de explotación.

El concepto de área de actividad es algo más complicado de definir, pues los límites entre las distintas áreas y la imputación de productos y costes a las mismas no está siempre adecuadamente resuelta en la contabilidad actual de las entidades de crédito. Sin

CUADRO N.° 7

ORIGENES Y EMPLEOS DEL DIFERENCIAL EN LAS CAJAS DE AHORROS

(En % del diferencial total de cada año)

ORIGENES	*1983*	*1986*	*DIFERENCIAS*
TESORERIA	22,57	20,23	−2,34
CREDITOS	57,08	52,34	−4,74
VALORES	17,82	25,06	7,24
EXTRANJERO	1,62	1,02	−0,60
OTROS (NETO)	0,91	1,35	0,44
TOTAL	100,00	100,00	0,00
EMPLEOS			
PERSONAL (*)	52,10	57,31	5,21
GASTOS GENERALES	19,52	16,85	−2,67
CONTRIBUCIONES E IMPUESTOS	0,68	0,46	−0,22
AMORTIZACIONES	5,82	6,05	0,23
RESULTADOS	21,88	19,33	−2,55
TOTAL	100,00	100,00	0,00

(*) Incluye las dotaciones a los fondos de pensiones del personal.
FUENTE: Elaboración propia.

CUADRO N.° 8

COMPOSICION DE LAS VARIACIONES DEL DIFERENCIAL TOTAL

(En % del diferencial total)

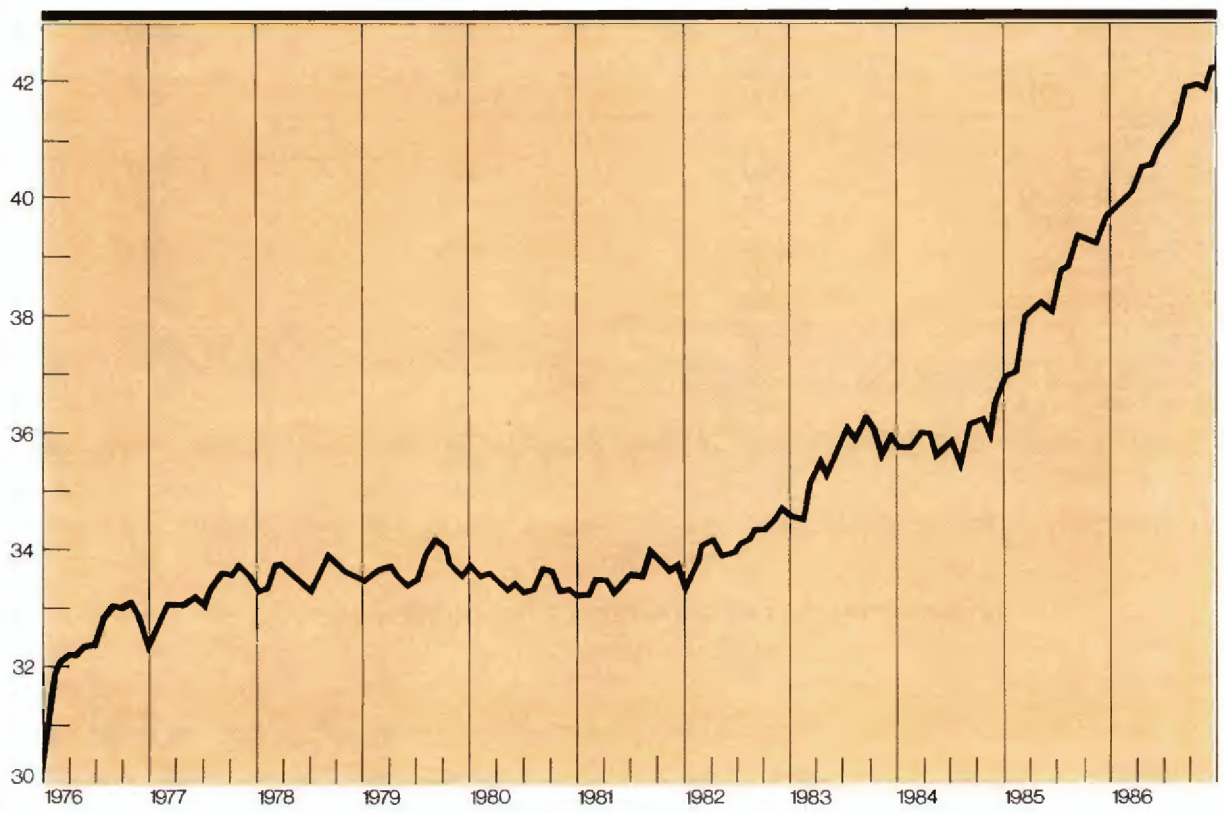
	1983-1984			*1984-1985*			*1985-1986*			*1983-1986*		
	Total	*Saldos*	*Tipos*	*Total*	*Saldos*	*Tipos*	*Total*	*Saldos*	*Tipos*	*Total*	*Saldos*	*Tipos*
TESORERIA	36,1	58,8	−22,7	20,3	63,8	−43,5	6,0	20,4	−14,4	17,8	41,6	−23,8
CREDITOS	37,9	40,0	− 2,1	25,0	23,7	1,3	58,5	36,7	21,8	44,6	34,4	10,2
VALORES	26,2	8,0	18,2	39,5	13,7	25,8	39,2	20,1	19,1	35,7	15,2	20,5
EXTRANJERO	−0,7	2,5	−3,2	4,3	1,6	2,7	−0,6	0,5	−1,1	0,6	1,3	−0,7
OTRAS (Neto)	0,5	0,4	0,1	10,9	10,9	—	−3,1	−3,1	—	1,3	1,3	—
TOTAL	100,0	109,7	−9,7	100,0	113,7	−13,7	100,0	74,6	25,4	100,0	93,8	6,2

FUENTE: Elaboración propia.

embargo, incluso contando con esos problemas contables que impiden una definición rigurosa de las distintas áreas de actividad, se ha efectuado una agrupación de partidas en torno a la Tesorería, a los Créditos, a los Valores y a Extranjero como núcleos fundamentales de negocio de cualquier entidad de crédito, reuniéndose además en una rúbrica residual —Otros (neto)— los productos y costes imputables a riesgos de firma, transferencias, pagos, efectos y otros servicios e, incluso, el ingreso imputable por la utilización de los recursos propios valorados al coste medio de los recursos ajenos.

Aclarados los extremos anteriores, a través del cuadro n.° 7 puede comprobarse cómo el diferencial se ha movido en sentido negativo en las áreas de Tesorería, Créditos y Extranjero entre 1983 y 1986, mientras que en el área de valores el diferencial ha crecido notablemente en el período considerado. Hay que advertir de inmediato que esas variaciones en el diferencial pueden deberse tanto a los cambios en la

GRAFICO 14
CUOTA DE MERCADO RESPECTO A DEPOSITOS DE LAS CAJAS DE AHORROS
% sobre Depósitos de las Cajas y de la Banca Privada



estructura de las masas patrimoniales adscritas a cada área o a los cambios en las tasas de rentabilidad diferencial de las mismas.

El cuadro n.º 8 completa el panorama del comportamiento del diferencial en las distintas áreas de actividad exponiendo el origen de sus variaciones, derivadas de cambios en la estructura de masas patrimoniales o de cambios en los tipos de rentabilidad diferencial alcanzados por cada área. A través del mismo puede comprobarse cómo en 1984 y 1985 la estructura de saldos tuvo una influencia positiva sobre las variaciones del diferencial mientras la de tipos influyó negativamente sobre tales variaciones. En 1986, por el contrario, los tipos también tuvieron una influencia positiva —con la excepción de las áreas de Tesorería y de Extranjero— sobre tales variaciones.

V. NOTA FINAL

A través del anterior análisis ha podido comprobarse la cuantía y composición de los resultados obtenidos por las cajas de ahorros en los últimos diez años y los factores que han influido en la variación de los mismos durante los últimos ejercicios. Se han analizado, además, las rentabilidades y costes de las distintas partidas de activo y pasivo y se ha presenta-

do un esquema de la distribución de rentabilidades por áreas de actividad en las cajas de ahorros.

A la vista de todo ello, parece fácil concluir que la década que discurre entre 1976 y 1986 ha sido un período excepcional en la vida de las cajas de ahorros. A lo largo del mismo estas entidades han experimentado profundos cambios en la estructura y composición de sus órganos de gobierno, en las actividades financieras desarrolladas, en la regulación legal de sus inversiones y en los precios satisfechos por sus recursos. Un cambio enormemente profundo dentro, además, de una crisis no menos profunda de la economía española y de una auténtica revolución en el sistema financiero.

Pues bien, en esa década las cajas de ahorros se han afianzado como entidades de depósito hasta el punto de alcanzar una cuota de mercado superior en más de diez puntos a la que tenían al inicio de la década, como se comprueba a través del gráfico 14, y al mismo tiempo han obtenido cada año unos resultados prácticamente estabilizados en valores muy próximos al 1 por 100 del total de sus inversiones, todo ello sin experimentar ninguna crisis de importancia y ofreciendo siempre a sus clientes los máximos niveles de solidez y garantía. Ante estos hechos nadie puede negar que la década que acaba de transcurrir ha sido la «década prodigiosa» de las cajas de ahorros españolas.

Sin duda, los resultados obtenidos por las cajas de ahorros en estos años han sido cuantiosos dentro de lo que es habitual en las entidades de depósito, pero el nivel relativo de los mismos puede considerarse como normal —e, incluso, algo reducido— en comparación con los niveles de beneficio que son usuales en otros sectores de la actividad económica. No se pierda de vista a este respecto que, después de descontar la imposición sobre beneficios, los resultados de las cajas de ahorros se han situado durante toda esta década en las proximidades del 0,6-0,7 por 100 de sus inversiones y en tasas comprendidas entre el 4 y el 5 por 100 respecto a los recursos propios en sentido amplio. No son, pues, valores que puedan escandalizar a nadie, aunque sean tasas permanentemente más elevadas que las obtenidas en promedio por otras entidades financieras.

Una última observación resulta necesario efectuar acerca de estos resultados y es la relativa a su destino. Ese destino en gran parte no ha sido otro que el de financiar una importante y extensa relación de obras de naturaleza claramente social a lo largo de toda nuestra geografía. Hospitales, asilos, hogares para jubilados, bibliotecas, becas y ayudas para la investigación e, incluso, facultades universitarias completas deben su existencia a una parte sustancial de los resultados obtenidos por las cajas de ahorros. La propia capitalización de las cajas mediante la acumulación de reservas que las han dotado de mayor solidez y garantía ha absorbido el resto. Por ello, no puede caber duda de que esta década prodigiosa para las cajas de ahorros ha discurrido, una vez más, también y sobre todo, en beneficio y provecho de la colectividad que, desde hace más de 280 años, viene confiando en estas entidades.

EL NUEVO MODELO DE CREDITO COOPERATIVO AGRARIO EN ESPAÑA

La existencia de un crédito cooperativo agrario en los países comunitarios es una realidad muy conectada con las estructuras de producción, transformación y comercialización agrarias. El trabajo de **José Barea Tejeiro** pone de manifiesto la organización institucional de este crédito cooperativo en Francia, Alemania y Holanda, y cómo, a pesar de las diferencias existentes entre los tres modelos, el lugar que ocupa en la financiación del sector agro-alimentario es fuertemente mayoritario.

No sucede lo mismo en España, quizás debido a que la organización del crédito cooperativo agrario ha tenido una implantación reciente, hecho que, unido al fracaso del grupo integrado en Caja Rural Nacional, pudo dar lugar a la práctica desaparición del crédito cooperativo agrario en España. El trabajo pone de manifiesto que la formación del Grupo Asociado Banco de Crédito Agrícola-Cajas Rurales ha creado la estructura necesaria para que el agricultor español pueda estar en condiciones similares con los de los países comunitarios en cuanto a la calidad y coste de los servicios financieros que le son necesarios.

El trabajo termina con un análisis de las alternativas de modelos posibles del Grupo Asociado contempladas en el anteproyecto de ley de crédito cooperativo, cuya elaboración acaba de finalizar.

1. INTRODUCCION

HACE ya más de dos años —a finales de mayo de 1984— que se creó el Grupo Asociado Banco de Crédito Agrícola-Cajas Rurales, mediante la asociación de un conjunto de entidades financieras, una de propiedad estatal y las restantes de carácter cooperativo, con una característica común: su exclusiva dedicación a los sectores agrario e industrial agroalimentario. Este Grupo proporciona más de la mitad de la financiación bancaria a la agricultura española y se sitúa en el undécimo lugar de los grupos bancarios del país.

El Banco de Crédito Agrícola (BCA), entidad cuyos orígenes se remontan al año 1925 bajo el nombre de Servicio Nacional de Crédito Agrícola, dependiente del Ministerio de Agricultura, entonces integrado en el de Fomento, adquirió su actual denominación con la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca de abril de 1962. El BCA pasó asimismo, por dicha Ley, a depender del Ministerio de Hacienda a través de un organismo coordinador de las entidades oficiales de crédito (EOC), el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo. Posteriormente, la Ley 13/1971 sobre Organización y Régimen del Crédito Oficial configuró al BCA como sociedad anónima, ostentando el Estado la titularidad de todas las acciones, estableciéndose la coordinación administrativa de las EOC a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO), dependiente del Ministerio de Hacienda, hoy de Economía y Hacienda, situación que es la subsistente en la actualidad.

Las cajas rurales tienen también una prolongada tradición en España, situándose su origen en la primera década del presente siglo, cifrándose en 501 el número de las existentes a finales de 1926. En 1941, todas las cajas rurales se integran en la Organización Sindical, creándose en 1957 la Caja Rural Nacional, con intención de establecer una red nacional de cajas debidamente estructurada. En 1971 pasan a depender directamente del Banco de España en cuanto a autorizaciones, control, inspección, etc., y en 1977, con la desaparición de la antigua Organización Sindical, se transfieren las funciones de ésta al Ministerio de Trabajo y al Banco de España. Su regulación legal básica quedó establecida por la Ley 1.954/74 General de Cooperativas y el Real Decreto 2.860/1978 por el que se regulan las cooperativas de crédito, desarrollado por la OM de 26 de febrero de 1979 y siguientes.

2. EL MODELO DE CREDITO AGRARIO ANTERIOR A 1984

Al iniciarse 1983, la distribución por instituciones de la financiación agraria en España, referida al saldo de las cuentas de crédito a 31 de diciembre de

CUADRO N.º 1

FINANCIACION AGRARIA EN ESPAÑA (1983)

	Miles de millones de pesetas	%
Banca	186,8	22,8
Cajas de ahorros	118,7	14,5
Cajas rurales	316,0	38,6
Banca oficial	197,5	24,1
Total	819,0	100,0

1982, era la que expresa el cuadro n.º 1.

Dentro de la financiación proporcionada por la banca oficial, el 96 por 100 correspondía al Banco de Crédito Agrícola, con 188,9 miles de millones de pesetas.

Por tanto, solamente había dos instituciones financieras de exclusiva vocación y dedicación agrarias: el Banco de Crédito Agrícola y las cajas rurales, cuya participación conjunta en la total financiación agraria era, además, absolutamente mayoritaria, próxima al 60 por 100 de la misma.

Analicemos separadamente el comportamiento de cada una de ambas instituciones.

El Banco de Crédito Agrícola contaba con su oficina principal y cuatro sucursales, dos de ellas ubicadas en cada una de las provincias canarias.

Por otra parte, el BCA se dedicaba sólo a conceder préstamos de crédito oficial, es decir, era un banco público sin otra actividad bancaria que la concesión de préstamos para inversión.

Los fondos de financiación del BCA a final de 1982 tenían la estructura que refleja el cuadro número 2.

El capital ascendía a 4.000 millones de pesetas. La captación de recursos vía emisión de cédulas agrarias se había iniciado en 1979, y en su mayor parte eran suscritas por las cajas rurales para cubrir coeficientes obligatorios.

CUADRO N.º 2

FONDOS DE FINANCIACION DEL BCA (1982)

	Millones de pesetas	%
Recursos propios	14.558	7,5
Dotaciones ICO	152.960	79,1
Empréstitos. Cédulas agrarias	20.780	10,7
Póliza Banco de España	5.100	2,7
Total	193.398	100

La gestión del BCA se caracterizaba hasta 1983 por una marcada lentitud en la tramitación de los préstamos, derivada de una notable burocracia. Por otra parte, la estructura organizativa del Banco confería un marcado carácter centralista a la concesión y tramitación de créditos.

Bien podría decirse entonces que el BCA era un gran desconocido en extensas áreas de nuestra agricultura, pese a atender sólo al sector agrario, lo que era un reflejo de su alejamiento del mercado. Poder situar el crédito oficial agrario en cualquier punto del país y superar las discriminaciones, la falta de publicidad en las concesiones, la desviación de fondos hacia otros sectores y los retrasos injustificados eran necesidades incuestionables para el crédito oficial agrario en los inicios de la presente década.

Por otra parte, de cara a la entrada de España en la CEE, que ya se anunciaba para el comienzo de la década de los 80, los agricultores de nuestro país se encontraban en desventaja con sus colegas europeos, al no disponer de un banco agrario con universalidad de operaciones, capaz de ofrecer el conjunto de servicios que demanda el desarrollo de la actividad de aquéllos y de sus cooperativas.

El BCA se fijó, en el ejercicio de 1983, como uno de sus objetivos fundamentales la agilización de la tramitación de los préstamos, consiguiendo entre principios y finales de dicho año que el tiempo medio de espera en la concesión de un préstamo pasase de alrededor de nueve meses a poco más de un mes, plazo que para créditos a pro-

yectos de inversión estaba bastante ajustado.

Esta notable mejora en la gestión del Banco requería, además, facilitar el acceso al crédito oficial en muchos puntos del territorio nacional, dado que el BCA atiende a la actividad económica más dispersa territorialmente, como es la agricultura.

Para lograr este último objetivo, el BCA tenía dos opciones. La primera, ampliar el número de sucursales, lo que implicaba un coste económico muy importante para el propio Banco y totalmente desaconsejado desde un punto de vista global, ya que se dispone de una excesiva proliferación de sucursales bancarias en el país. Además, este camino en solitario del BCA no conducía más que, a largo plazo, a la creación de un banco agrario con universalidad de operaciones.

La segunda opción pasaba por la colaboración, mutuamente beneficiosa, con entidades bancarias existentes.

En los años anteriores a 1984, el crédito agrario cooperativo llegó a ocupar ya el primer lugar en importancia entre todas las entidades bancarias respecto de la financiación proporcionada al sector agrario. Así, a finales de 1982 aportaba casi el 40 por 100, como hemos visto anteriormente.

3. LOS PROBLEMAS DEL CREDITO COOPERATIVO HASTA 1984

Las cooperativas de crédito se agrupaban en dos organizaciones diferentes. Por un lado, en la Caja Rural Nacional (CRUNA), donde estaban presentes principalmente las cajas rurales provinciales. Por otro, la Central de Cajas Rurales (CECAR), constituida por cajas rurales comarcales y locales, con unas dimensiones mucho menores que la CRUNA

La CRUNA, más que una entidad de crédito cooperativo normal, era una agrupación de entidades de crédito rural cooperativo, en su mayoría cajas rurales provinciales, aunque también tuviera como socios directos a algunas cooperativas agrarias de importancia. Estas cooperativas agrarias socios tenían un limitado volumen de operaciones con la Caja, pero su peso en las asambleas de CRUNA era muy elevado y, además, ésta estaba controlada por un grupo dominante, cuyo eje era el presidente de las cooperativas UTECO-Jaén y CPA-Jaén, que a su vez era presidente de la Caja Rural de Jaén y de la CRUNA

Como cualquier cooperativa de crédito, la CRUNA tenía como órganos rectores a la Asamblea General, el Consejo Rector (nombrado por la Asamblea General) y los interventores de cuentas.

Los recursos de la CRUNA estaban formados por los fondos propios (capital social y reservas), así como por fondos de distinta índole que las cajas rurales provinciales mantenían en ella, destacando en este sentido el 35 por 100, después rebajado al 25 por 100, de sus tesorerías que las cajas firmantes del Consorcio Nacional se comprometían a mantener en la CRUNA.

La CRUNA debía cumplir, en relación con las otras cajas rurales, las siguientes funciones:

- Recibir y centralizar la reserva de riesgos de insolvencia de todas la cajas rurales.
- Tramitar en el Banco de España las solicitudes de calificación.
- Prestar asesoramiento técnico y jurídico a las cajas rurales.
- Inspección a las mismas.
- Unificar los criterios de procedimientos.
- Promoción de las cajas rurales provinciales en aquellas provincias que aún carecieran de ella.
- Proporcionar fondos para créditos a sus cajas asociadas y redescontar efectos de la cartera de éstas.
- Representar a las cajas rurales ante los organismos públicos y privados.

Estos objetivos y actuaciones no se consiguieron en su mayor parte. De hecho, CRUNA no actuaba como órgano rector del conjunto de cajas rurales, no tuvo una visión amplia de cabeza de un grupo, limitándose a prestar algunos servicios bancarios y de gestión de tesorería. Con su actuación complicó la propia situación del sector, ya que su situación financiera a comienzos de 1984 era de quiebra técnica y, de no haber acudido el gobierno a su saneamiento, hubiera dado lugar a la caída de todo el sistema de crédito cooperativo agrario, por las repercusiones económicas que hubiera provocado en las cajas rurales que tenían sus fondos depositados en CRUNA.

Como muestra de lo dicho, los datos que se reseñan en el cuadro n.° 3, correspondientes al comienzo de 1984, hablan por sí solos.

Los riesgos con deudores morosos eran una buena muestra de la falta de rigor de su actua-

CUADRO N.° 3

	Millones de pesetas
Pérdidas de ejercicios anteriores	2.558
Depreciación estimada en deudores morosos	2.226
Depreciaciones estimadas en riesgos con cajas rurales provinciales	15.562
Capital y reservas	2.465

ción crediticia, pues el 60 por 100 estaban concentrados en tres sociedades. Conviene señalar que los deudores morosos suponían el 43 por 100 del total de la cartera de créditos.

Las depreciaciones estimadas en riesgos con cajas rurales provinciales se debían a cinco de ellas, que no habían sido inspeccionadas por la propia CRUNA, o por lo menos sus auditorías no se habían analizado en sus órganos rectores. Como anécdota, cabe añadir que los riesgos de la Caja Rural Provincial de Jaén suponían el 60 por 100 del total de la cifra de estas depreciaciones.

Sin embargo, lo que llama poderosamente la atención es que se hubiera podido llegar a una situación interna tan desastrosa sin que sus órganos rectores tomaran medidas. La explicación, si alguna cabe, viene de la absoluta falta de transparencia de la información —aspecto que es fundamental en un grupo empresarial, especialmente en uno tan disperso como éste. De hecho, el sector no estaba enterado de su situación, con las lógicas excepciones muy concretas.

No parece necesario referir muchos otros aspectos para poder afirmar que su propia gestión interna era realmente caótica y que en ningún momento asumió el papel de dirigir un grupo bancario.

Junto a la nula transparencia de la información, la consiguiente escasa participación en la toma de decisiones y la fuerte relación entre los órganos de gobierno de las cooperativas socio y de las cajas rurales, propiciando una fuerte tendencia a la concentración de riesgos, se apreciaban otros aspectos muy negativos en el grupo CRUNA en los años inmediatamente anteriores a 1984. Entre ellos cabe citar la escasa informatización a nivel de cajas rurales, unida a la falta de visión informática común para las entidades socios, la falta de control, el exceso de personal, la oferta de un único producto —el crédito—, con ausencia de cualquier otro, la inexistencia de una política de grupo y de control de su gestión, la escasa potenciación del negocio internacional y la práctica carencia de asesoramiento a los socios.

Este conjunto de circunstancias negativas que concurrieron en la CRUNA condujeron al sistema encabezado por esta entidad a una situación de quiebra técnica, de la que las cifras anteriormente referidas son una muestra palpable.

El otro grupo de cajas rurales existentes antes de 1984 era la Central de Cajas Rurales (CECAR), inscrita en 1981 en el Registro de Sociedades Cooperativas. Formada por cajas comarcales y locales, en general de reducida dimensión, aunque con algunas excepciones, se trataba de una sociedad cooperativa de crédito cuya función básica era la realización y fomento del crédito cooperativo agrario, financiando asimismo operaciones encaminadas a la mejora de vida en el medio rural. En este sentido, realizaba las operaciones propias de una cooperativa de crédito rural.

La importancia de CECAR, medida por la magnitud de su balance, equivalía a un 9 por 100 de la de CRUNA. A diferencia de esta última, la situación financiera de CECAR era buena. La colocación de la tesorería de sus cajas rurales socios era una de sus actividades más importantes.

En el Acuerdo Marco firmado en julio de 1983 entre el BCA y las cajas rurales, como paso previo al Convenio de Asociación que se firmaría en mayo del siguiente año, se preveía un período de tres años para la asunción por el BCA de los servicios financieros comunes que se preveían implantar en el Grupo Asociado y que, con anterioridad a la constitución del mismo, desempeñaban parcialmente CRUNA y CECAR.

Las negociaciones del BCA con las cajas rurales socios de CRUNA culminaron en una oferta por parte de éstas para que el BCA adquiriese los activos y asumiese los pasivos de la CRUNA. Así, tras el saneamiento y disolución de la misma, se procedió a la materialización de dicha oferta el 6 de julio de 1984. La CECAR, tras su disolución, siguió el mismo proceso con fecha 13 de julio de 1984.

A partir de entonces, el BCA

asumió la realización de todos los servicios financieros que venían desarrollándose por CRUNA y CECAR, servicios que se han visto notablemente aumentados y mejorados en los dos primeros años de actividad del Grupo Asociado y, lo que es más importante, asumió la dirección del Grupo Asociado.

4. UN NUEVO MODELO DE CREDITO COOPERATIVO AGRARIO EN ESPAÑA

Las finalidades fundamentales perseguidas con la creación del Grupo Banco de Crédito Agrícola-Cajas Rurales han sido las siguientes:

- Democratizar el crédito agrario, tanto el concedido por el BCA con recursos del crédito oficial como el financiado con fondos de las cajas mediante la participación de todas la entidades del Grupo en la toma de decisiones a través de su presencia en los órganos del mismo.

- Lograr una total transparencia informativa en el funcionamiento de las entidades del Grupo. Con este fin, las actas de las reuniones periódicas fijadas por la normativa contractual de los órganos representativos, de gestión y de asesoramiento son enviadas a todas las entidades del Grupo, celebrándose asimismo reuniones frecuentes de presidentes y directores generales. Por otra parte, se distribuye a las cajas asociadas y al BCA un boletín estadístico mensual, que recoge numerosos datos de la evolución del Grupo y de cada una de las entidades que lo forman, y constituye la base para el control de gestión del Grupo.

- Crear un grupo financiero potente de carácter cooperativo y de exclusiva dedicación al sector agrario y agroalimentario, similar a los existentes en los países del área de la CEE.

- Ofrecer al agricultor, a través del Grupo, los servicios de banca universal que precise, tanto créditos en sus distintas modalidades, adaptados a las necesidades del medio rural, como toda clase de operaciones bancarias y de servicios parabancarios.

- Evitar la concentración de riesgos en las cajas asociadas mediante la creciente colocación de la tesorería depositada por ellas en el BCA en préstamos concedidos por éste a grandes cooperativas agrarias, industrias agroalimentarias, etc., de forma que a la vez se evite la salida del ahorro del campo hacia otros sectores.

- Favorecer el saneamiento de las cajas rurales en dificultad, realizando un cuidadoso seguimiento del plan aprobado con este fin y prestando el asesoramiento necesario.

Los órganos del Grupo Banco de Crédito Agrícola-Cajas Rurales Asociadas (BCA-CRA) son de dos clases: a) representativos y de gestión, b) asesores.

Los órganos representativos y de gestión son la Junta General y la Comisión Permanente. El órgano soberano es la Junta General, constituida por los presidentes de todas las CRA y el del BCA, que actúa como presidente. Sus acuerdos son válidos si se aprueban por la mayoría de los asistentes, siendo decisorio, en caso de empate, el voto del presidente.

La Comisión Permanente es el órgano supremo de gestión del Grupo. Sus funciones son equivalentes a las de un Consejo de Administración en otra clase de sociedades y pueden resumirse en el seguimiento de la actividad del Grupo, la elevación de propuestas a la Junta General, la emisión de informes sobre los asuntos que ésta someta a su consideración, la aprobación de los programas de formación de personal y, en general, la administración del Grupo. La Comisión Permanente está compuesta por el presidente del BCA y seis presidentes de cajas rurales elegidos por la Junta General, y se reúne, al menos, una vez al mes.

Tanto a las reuniones de la Junta General como de la Comisión Permanente pueden asistir, para asesorar a los respectivos presidentes, con voz pero sin voto, los directores generales de las cajas y del Banco.

Cada entidad asociada tiene sus órganos de gobierno propios, no existiendo en sus consejos rectores ningún representante del BCA. Sin embargo, es importante destacar que en el Consejo de Administración del BCA están representadas las CRA a través de tres de sus presidentes elegidos democráticamente por la Junta General del Grupo.

El Grupo BCA-CRA aporta en la actualidad un 51 por 100 de la financiación al sector agrario y dispone de una cuota de mercado, respecto de los depósitos de todo el sistema bancario, del orden del 3,5 por 100.

5. ACTUACION DEL GRUPO ASOCIADO BCA-CAJAS RURALES, PRIMEROS PASOS

Amplia gama de créditos

El Grupo BCA-CRA extiende su ámbito de actuación más allá del estrictamente agrario. En efecto, además de este sector, está prestando creciente atención al de la industria agroalimentaria, al que se dirigen recursos tanto de crédito oficial como de las CRA depositados en el BCA, que éste concede evitando indeseables concentraciones de riesgo por parte de las cajas.

También en el sector de comercialización de productos agrarios y alimentarios el Grupo pretende potenciar su presencia a través de la financiación tanto de inversiones como de capital circulante, del que se demandan importantes cifras en el sector.

La acuicultura continental y marina es un sector de gran futuro al que el BCA está proporcionando asimismo creciente financiación. También las inversiones en instalaciones pesqueras (lonjas, salas de preparación de productos de pesca fresca y congelada, estaciones depuradoras, cocedero de productos de la pesca, mercados centrales, almacenes frigoríficos, plantas de congelación, conservas y semiconservas, etc.) y los préstamos para campaña y para obtención de licencias pesqueras pueden ya ser financiados por el BCA, tramitándose los préstamos a través de cualquier caja rural asociada.

El Grupo BCA-CRA proporciona asimismo la financiación de cualesquiera otras inversiones que atiendan a la mejora del medio rural.

La prestación de servicios de banca universal a los socios y clientes del Grupo se manifiesta, desde el punto de vista de la oferta de créditos, en una amplia gama en tipos y plazos (cuadro n.º 4).

Así, los tipos preferenciales de interés con plazo medio y largo de reintegro caracterizan a los préstamos para inversiones agrarias, ganaderas y de acuicultura. También el crédito preferencial se destina a financiar capital circulante y campañas agrarias, así como líneas especiales subvencionadas fijadas por el gobierno. Entre estas últimas cabe citar la financiación de inversiones en la pequeña y mediana industria agroalimentaria, reconversión agraria (olivar, viñedo, sector lácteo), vivienda rural, cooperativas de trabajo asociado, sociedades laborales, etcétera.

La capacidad de asumir grandes riesgos escapaba, antes de la constitución del Grupo, de las posibilidades de las cajas, por las lógicas limitaciones de carácter legal que tienen establecidas al respecto. Esta capacidad es una característica más que debe poder ofrecer a sus clientes la que se viene denominando «banca universal». La creación del Grupo BCA-CRA ha posibilitado la concesión de importantes financiaciones, procedentes de la tesorería de las CRA depositada en el BCA, para créditos de circulante e inversiones a grandes

CUADRO N.º 4

PRINCIPALES CARACTERISTICAS DE LOS PRESTAMOS DEL BANCO DE CREDITO AGRICOLA

Líneas o finalidades	*Plazo máximo*	*Tipo de interés %*
Mejoras de secano y regadío, implantación de cultivos, maquinaria, construcciones y otras mejoras rurales	6 a 20 años	10,50 a 12,50
Explotaciones ganaderas, piscifactorías y cultivos marinos	7 a 9 años	10,50 a 12,50
Industrias agroalimentarias y comercio interior	9 a 15 años	11 a 14,25
PYMES	2 a 6 años	12,5
Agricultores jóvenes	6 a 15 años	10,5 a 11
Campañas y licencias de pesca	6 a 11 meses	10 a 11
Reestructuración y reconversión del olivar	10 años	10,50 a 12,50 (con subvención a parte del principal)
Reestructuración de vacuno de leche	9 años	10,50 a 12,50 (con subvención a parte del principal)

cooperativas y empresas agroalimentarias.

Es interesante destacar, dentro de las habituales operaciones bancarias que realiza el Grupo, la apertura de créditos documentarios y las operaciones en divisas, especialmente las relacionadas con la exportación de productos agrarios o alimentarios. Por otra parte, el Banco Europeo de Inversiones está financiando, a través del Instituto de Crédito Oficial, proyectos de inversión del BCA, quien asimismo ofrece una financiación ventajosa a proyectos subvencionables por el FEOGA Orientación.

Productos parabancarios

La oferta de productos parabancarios es una faceta más de la banca universal a cubrir por el Grupo. En este sentido, las CRA y el BCA han constituido una sociedad de seguros para cubrir las demandas de productos, tales como planes de seguros de vida, que ya ha lanzado, seguro de amortización de crédito, etcétera.

La tarjeta de crédito y el cheque carburante del Grupo son ya, por referir dos ejemplos recientes, prácticamente una realidad para sus clientes, al igual que otros productos y servicios que vienen prestándose a socios, empresarios y clientes en general de las cajas rurales asociadas y del Banco.

El Banco de las cooperativas

Las cajas son los bancos de las cooperativas, no sólo en España, sino en toda Europa. Son sus bancos también en el sentido patrimonial del término: parte importante del capital de las cajas pertenece a las cooperativas agrarias de producción, comercialización e industrialización. Ello significa que los dirigentes de las cooperativas son elegidos para formar parte de los consejos rectores de las cajas. No son éstas, ciertamente, las únicas entidades bancarias que sientan en sus consejos a clientes destacados, pero aquí es más obvio y quizá más generalizado.

La propia legislación cooperativa vigente favorece este hecho al exigir que los socios de las cajas sean o bien las cooperativas o sus socios. Para deslindar los órganos comunes de decisión hay que convertir las cajas rurales en cooperativas de primer grado, permitiendo el libre acceso directo a la condición de socio a agricultores no cooperativistas y, en general, a toda persona perteneciente al mundo rural. Así se facilita la labor de distribuir la propiedad de estas entidades, eliminando un mecanismo que ha creado problemas no sólo en este aspecto, sino en muchos otros. El proceso de democratización de las cajas pasa por ampliar las condiciones de acceso para ser socio. Este cambio mejoraría la capitalización de las cooperativas y reduciría las restricciones impuestas legalmente a las cajas en sus operaciones de activo.

Es evidente que la existencia de directivos comunes ha sido en parte causa de los problemas que han tenido en el pasado las cajas rurales. El análisis de morosos en CRUNA que se hizo anteriormente es revelador y no ha sido caso único en el pasado.

Para evitar los efectos que podría producir esta situación, el Grupo ha establecido los mecanismos que impidan volver a ella.

Aquí, más que en ningun otro aspecto, la vigilancia del órgano central es de capital importancia. Hay un límite de concentración de riesgos exigido contractualmente en el Grupo, que es exactamente la mitad del que fijaba la legislación anterior. Pero, al mismo tiempo, si una cooperativa socio necesita mayor financiación que la que le puede ofrecer su caja, puede tramitar y obtener fondos por medio de un préstamo del BCA que ésta canaliza.

Colaboración del Grupo con la Administración

El Banco de Crédito Agrícola es el instrumento financiero de la política agraria; ésta es una función que ha desempeñado a lo largo de toda su vida por vocación y por imperativo legal. La asociación con las cajas rurales le permite disponer de una red bancaria que dota de mayor efectividad a estas actuaciones, y su marco de actuación posibilita colaboraciones más amplias. Ultimamente puede colaborar, y de hecho ya lo ha realizado, en políticas de mejora del medio rural y de colocación de emisiones de deuda pública o de obligaciones de entidades públicas.

Estas actuaciones son mutuamente beneficiosas para las cajas asociadas y para sus clientes. Así, la colaboración iniciada con el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación en 1984 se desarrolló en 1985 mediante un convenio con ese Ministerio que afectaba a préstamos por un importe que podía alcanzar los 28.000 millones de pesetas. Diversas líneas de apoyo a la inversión y reestructuración sectorial han sido desarrolladas, y entre ellas destacan la producción lechera, reestructuración del olivar, agricultores jóvenes, reconversión del viñedo, exportadores

de cítricos y centrales lecheras, que se han desarrollado ampliamente a través del Grupo Asociado.

Los aspectos de mejora del medio rural se han concretado en actuaciones concertadas con la Administración para la vivienda de agricultores jóvenes y con el Instituto para Promoción Pública de la Vivienda para rehabilitación de la vivienda rural. Un convenio, renovado regularmente, con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera ha dado lugar a una amplia colocación de deuda interior del Estado y otros activos de este origen. Otro tanto se puede decir para los bonos del ICO.

Las comunidades autónomas han recibido transferencias muy amplias en muchos sectores, y en especial en la política agraria. La instrumentación de varias de sus acciones se ha realizado mediante la colaboración entre las cajas rurales del área y el respectivo gobierno autónomo. El BCA ha colaborado con las cajas rurales y con los gobiernos autónomos en la conclusión de estos convenios. Los más importantes se han realizado con los gobiernos de Andalucía, Canarias, Asturias, Castilla-León, Murcia, Galicia, Baleares y La Rioja.

La canalización de subvenciones públicas del gobierno central a través del BCA afectaba a préstamos por un importe de 47.000 millones de pesetas a finales de 1985. La disposición de un fuerte grupo financiero agrario es de enorme utilidad para la política económica.

Colaboración con grupos bancarios cooperativos de otros países

Aparte de las clásicas relaciones bancarias de corresponsalía y otras, la colaboración entre los diversos grupos bancarios cooperativos ha sido amplia desde la constitución del Grupo. La forma social cooperativa responde a una filosofía de actuación, presenta un conjunto de ventajas y de problemas y tiene en toda Europa una fuerte implantación agraria. Son muchas cosas las que unen a los bancos cooperativos europeos en una estrecha colaboración.

Un aspecto básico lo constituyen las relaciones con los poderes públicos, tanto nacionales como supranacionales, de las Comunidades Europeas.

La Asociación de Bancos Cooperativos de la CEE agrupa a los bancos cooperativos, y su labor es muy importante en los informes que emite sobre modificación de proyectos de directivas y recomendaciones bancarias en cuanto afectan a las cooperativas de crédito. El Grupo Asociado, a través del BCA, es el único miembro español de pleno derecho de esta asociación.

6. LA POLITICA A MEDIO PLAZO DEL GRUPO ASOCIADO

Además de los aspectos ofrecidos anteriormente, los más interesantes de la actuación del Grupo Asociado son los relacionados con el enorme esfuerzo realizado por todos los asociados para ofrecer una actuación en común. Aunque sea reiterativo decirlo, se trata de operar como un grupo bancario con unas normas comunes de actuación. Evidentemente no es un objetivo a realizar a corto plazo, sino un proceso a medio plazo.

Las dificultades que entrañan estas acciones en una asociación compuesta por un amplio conjunto de cajas cooperativas y un banco público no son desdeñables en absoluto. Y todo ello conservando la independencia y la voluntariedad de asociación. Sin embargo, grupos bancarios similares a éste funcionan desde hace muchos años en Europa y en países desarrollados de otros continentes.

En un grupo disperso territorialmente, con independencia de gestión en cada una de las entidades y necesitado de una orientación común, era imprescindible establecer un marco de actuación y unos objetivos a medio plazo que sirviesen de marco en el que encuadrar la actuación del día a día. La planificación era más necesaria, si cabe, que en cualquier otro tipo de organización.

Para el logro de sus fines se estableció un proceso de planificación estratégica realizado en común y cuyas bases se aprobaron en marzo de 1985. Se partía de una definición de lo que deseaba ser el Grupo Asociado: el conjunto de entidades que proporciona servicios bancarios universales, y los financieros complementarios, al agricultor y a la industria y comercio alimentarios españoles, con base cooperativa y cobertura nacional, que canalice el crédito oficial y las subvenciones públicas a los préstamos finalistas y forme uno de los primeros grupos bancarios españoles por la cuantía de sus recursos. Actualmente esta asociación constituye el undécimo grupo bancario medido por este índice.

Las finalidades del Grupo se fijaron en:

1) Incrementar la financiación al sector agrario.

2) Servir de instrumento para financiar la política agraria acordada por el gobierno.

3) Potenciar la financiación de las entidades asociativas agrarias.

4) Ofrecer al sector agrario y a la industria agroalimentaria condiciones de financiación similares a las de los países comunitarios.

5) Consolidar un grupo financiero agrario de base cooperativa que proporcione servicios bancarios universales al medio rural.

Estas finalidades, desarrolladas en objetivos y programas, han permitido el inicio conjunto de una serie de políticas y acciones comunes.

Quizá el aspecto más interesante derivado de todo el proceso de planificación, encaminado a lograr una actuación coherente de las entidades del Grupo, sea la homogeneización del proceso de toma de decisiones. Entre las iniciativas llevadas a cabo destacan:

• Establecimiento de una estructura informática común que permita aprovechar las economías de escala de su utilización por todo el Grupo. Se han acabado los estudios previos y se ha constituido en septiembre de 1986 la compañía «Rural Informática, S.A.», encargada de desarrollar este proyecto y crear un centro de proceso de datos común. El capital de esta empresa pertenece al BCA y a las CRA, que se han sumado al proyecto de forma mayoritaria. En 1987 empezará a ser operativa.

• Homogeneización del proceso de préstamos. La unificación del proceso de concesión de préstamos —desde la captación de la demanda hasta la recuperación del crédito— se consideró prioritaria. Tras un amplio estudio del tema, en septiembre y octubre de 1986 se analizó todo el proceso por el conjunto del Grupo y se elaboró un manual de préstamos que fue discutido por los jefes de riesgos de las cajas rurales en una serie de seminarios especializados. Su implantación se llevará a cabo en 1987.

• Ampliación de la base legal de actuación de las cajas y el Banco. Se modificaron los estatutos del Banco en 1986 y el proyecto de ley de cooperativas contempla la actividad de las cajas rurales con una visión más amplia, que se refuerza en el anteproyecto de ley de crédito cooperativo, cuya elaboración ha finalizado en enero del corriente año.

• Las inversiones en inmovilizado, en especial la apertura de sucursales, han de ser estudiadas y aprobadas por la Comisión Permanente del Grupo, como paso previo a su realización por las cajas asociadas. Otro tanto cabe señalar de las inversiones en informática individual de cada entidad asociada. Así se garantiza que las adquisiciones de este tipo de material son realizadas con criterios de rentabilidad y de coherencia con el plan de sistemas informáticos del Grupo. El mismo trámite de aprobación previa han de tener los aumentos de plantilla. Estas funciones de la Comisión Permanente tienen un indudable impacto en la contención de costes.

• El control de gestión se realiza a nivel del Grupo por medio del análisis de los datos que envían las entidades mensualmente y que se procesan para establecer comparaciones entre las propias cajas asociadas. Además, se celebran reuniones con presidentes y directores, con periodicidad cuatrimestral, en las que se discuten las desviaciones respecto a las previsiones realizadas.

Hay dos tipos de actuaciones que han supuesto un enorme esfuerzo dentro del Grupo y que muestran con toda precisión la distribución de actividades y el papel que juega entre las diversas entidades el BCA como órgano central del mismo. En efecto, aparte de los servicios bancarios, de los de ayuda a la gestión y de la política de *marketing* que presta el órgano central, se han desarrollado muy fuertemente los servicios de asesoramiento y de formación de personal.

El asesoramiento a las cajas rurales en aspectos fiscales, de gestión de personal, jurídicos, técnico-agrarios, bancarios, etcétera, es muy amplio. Las cajas, cada una por sí sola, incurrirían, para disponer de un conjunto de servicios equivalentes, en un coste altísimo. La centralización de estos servicios les permite disfrutar de ellos a un coste reducido. En esta actividad se muestra con toda precisión cómo una estructura descentralizada puede disfrutar de las economías de escala de una gran organización. Esta es una de las bases del mutuo beneficio de este tipo de asociaciones.

Otro tanto se puede afirmar de la formación de personal. En general, en el mundo cooperativo se presta, o por lo menos se debe prestar, un enorme esfuerzo a la formación. Este es un punto que constituye uno de los principios cooperativos básicos. Pero en este caso se plantean

unas razones adicionales, ya que el nivel de formación de los empleados de base de muchas entidades asociadas es bajo. Es necesario homogeneizar conocimientos para actuar en común, el proceso de transformación iniciado en el Grupo es muy dinámico, lo que exige reciclajes de conocimientos y, además, el propio sector bancario está sufriendo un fuerte proceso de cambio en los últimos años.

Este aspecto de la formación fue considerado de capital importancia desde el inicio de la creación del Grupo y dio lugar a la creación del Comité Paritario de Personal. Este confecciona y aprueba los planes de formación anuales, cuya puesta en práctica coordina el departamento de formación del Banco. Los resultados de estas actividades son espectaculares. De ocho mil empleados que tiene el Grupo, dos mil doscientos realizaron actividades de formación en 1985 y otros tantos en 1986. La calidad y adecuada programación de la formación se han elevado de nivel y, desde luego, la contratación centralizada de la formación ha disminuido de forma apreciable los costes unitarios.

Hay un párrafo en el Informe Revell sobre el futuro del sector bancario que señala con toda precisión el papel de las cooperativas en el desarrollo del crédito cooperativo. Precisa que el desarrollo de éstas condiciona el futuro de las cajas rurales. Este es un tema central. Las cooperativas son los «grandes clientes» tradicionales del crédito cooperativo. Hay una interrelación mutuamente beneficiosa.

No es de extrañar por ello que, dentro de los planes de formación del personal del Grupo, se vengan incluyendo unas actuaciones específicamente dirigidas a las cooperativas. Concretamente, para 1987, y con la finalidad de preparar expertos en tareas de dirección y gestión de cooperativas agrarias y cajas rurales, se ha previsto el desarrollo de un Programa de Especialización Superior en Dirección de Empresas Cooperativas, en colaboración con la Universidad Autónoma de Madrid.

Dicho programa se estructura en dos diplomas de tercer ciclo universitario: el Diploma Master en Cooperativas Agrarias y el Diploma Master en Cajas Rurales, siendo entidades patrocinadoras del Programa la Dirección General de Cooperativas y Sociedades Laborales, del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, y la Dirección General de Investigación y Capacitación Agraria, del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, además del propio Banco de Crédito Agrícola.

7. ESTRUCTURA FINANCIERA DEL GRUPO

Análisis del Balance Consolidado

A fin de ofrecer una visión global de la magnitud del Grupo, quizá sea lo más representativo ofrecer un breve y claro análisis de su balance consolidado a 31-12-85. En el proceso de consolidación se eliminan los movimientos de fondos internos, pero mirado desde el exterior se ofrecen unos datos muy representativos.

Como puede apreciarse, el balance consolidado a 31-12-85 presenta un saldo muy próximo al billón de pesetas (cuadro número 5).

La financiación más importante del Grupo proviene de los clientes y del Instituto de Crédito Oficial. En efecto, la cuenta de acreedores arroja un saldo de 613.663 millones de pesetas. Su distribución entre los diversos grupos de depósitos se refleja en el cuadro n.º 6.

Las dotaciones del Instituto de Crédito Oficial son una parte importante de la financiación del crédito oficial. Ascienden a 174.288 millones de pesetas. El resto de la financiación de estos créditos oficiales se realiza por medio de las cédulas agrarias, cuyo reflejo en el resumen del balance consolidado no puede apreciarse, puesto que se han eliminado aquellas poseídas por las CRA, que son la mayor parte.

De los datos del balance consolidado, llama la atención el titulado «Banco de España y otras entidades de crédito», por importe de 47.557 millones de pesetas. Su partida más significativa es la correspondiente al Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito (34.973 millones), que son los fondos para el saneamiento de las cajas rurales que administra el BCA.

Desde el punto de vista del activo del balance consolidado, dos epígrafes —inversiones crediticias y tesorería, y entidades de crédito— suponen el 85 por 100 del total.

Las inversiones crediticias suponen 535.984 millones de pesetas. Los créditos del BCA ascienden a 230.208 millones de pesetas, y los de las cajas, a 305.776 millones (cuadro n.º 7).

Respecto de las características de los préstamos que conceden las entidades del Grupo, to-

CUADRO N.° 5

RESUMEN DEL BALANCE CONSOLIDADO BCA-CRA A 31-12-85
(En millones de pesetas)

Activo	*Saldo*	*Pasivo*	*Saldo*
Tesorería y entidades de crédito	310.913	Dotaciones al capital	37.959
Inversiones crediticias	535.984	Reservas	27.018
Cartera de títulos	37.097	Fondos especiales	30.065
Inmovilizado	31.638	Dotaciones ICO	174.288
Aportaciones pendientes de desembolsar	245	Banco de España y otras entidades de crédito	47.557
Gastos a amortizar	297	Acreedores	613.663
Pérdidas ejercicios anteriores	33.672	Cédulas agrarias	16.645
Cuentas diversas	40.008	Efectos y demás obligaciones a pagar	10.311
		Cuentas diversas	18.861
		Resultados del ejercicio	13.487
Total	989.854	Total	989.854

dos de exclusiva dedicación sectorial agraria, puede generalizarse afirmando que los de las cajas rurales son a corto y medio plazo, en tanto que el BCA está especializado sobre todo en créditos a largo plazo para financiar inversiones.

El epígrafe de tesorería y otras entidades de crédito es de gran importancia —310.913 millones de pesetas— y dentro de él destacan 168.159 millones de pesetas en pagarés del Tesoro y otros activos monetarios. El exceso de liquidez del Grupo es una prueba de su desequilibrio estructural entre las posibilidades restringidas de prestar y la libertad a la hora de captar pasivos. Este hecho ha sido corregido en todos los países comunitarios modificando sus respectivas legislaciones, permitiendo a las cooperativas de crédito actuar en el medio rural sin limitaciones sectoriales.

CUADRO N.° 6

	Millones de pesetas	*%*
Cuentas corrientes	121.223	19,8
Cuentas de ahorro	202.136	32,9
Imposiciones a plazo fijo	290.304	47,3
Total	613.663	100,0

CUADRO N.° 7

INVERSIONES CREDITICIAS DEL GRUPO ASOCIADO BCA-CRA
(31-12-85)
(Millones de pesetas)

Crédito oficial	221.824
Créditos libres del BCA con fondos del Grupo	8.384
Crédito comercial	18.003
Otros préstamos a corto y medio plazo de las CRA	205.345
Otros deudores	82.428
Total	535.984

El Banco de Crédito Agrícola

Pasando ahora del análisis conjunto de la estructura financiera del Grupo al particular de la entidad que actúa como cabeza del mismo, puede observarse que la financiación del BCA muestra con toda claridad las posibilidades, ya iniciadas en su realización, del Banco para conceder otros créditos además de los de carácter oficial.

La estructura de los recursos ajenos del BCA a finales de los

años 1985 y 1986 se refleja en el cuadro n.° 8.

Como puede observarse, con sólo dos años y medio de actuación en común de las cajas y el Banco, ya es mayoritaria la parte de financiación correspondiente al mercado. Así, la financiación proporcionada por el ICO era en 1986 sólo del 37,7 por 100, cuando en 1982 alcanzaba el 79,1 por 100. Esta es la mejor prueba de la dinámica del Grupo.

La financiación del crédito oficial agrario que administra el BCA ha evolucionado de la forma que recoge el cuadro n.° 9.

El análisis de sus datos refleja el esfuerzo realizado en la reconversión de la política de crédito oficial, en línea con la seguida en los países comunitarios, reduciendo la participación de la financiación de origen público.

Respecto de las finalidades a las que se destinan los préstamos del BCA, las más importantes en 1986 fueron las de industrias agrarias, construcción y otras mejoras rurales, maquinaria, campañas y mejoras de regadío (cuadro n.° 10).

Las Cajas Rurales Asociadas

La actuación del Grupo, en lo que respecta a las cajas rurales, se ha centrado en una adaptación a la situación del mercado y a su saneamiento financiero. Las líneas más importantes seguidas se han encaminado a lograr una reducción de los costes financieros y de los costes de transformación, así como a incrementar las provisiones para morosos y fallidos.

La evolución a la baja de los tipos de interés en el sistema financiero español está obligando a los bancos a reducir progresivamente los costes financieros. Así, el Grupo estableció unas recomendaciones a las cajas encaminadas a este fin. Los costes financieros pasaron de suponer el 6,41 al 5,91 por 100 del promedio de activos totales (PAT) entre 1984 y 1985, lo que supone una baja de medio punto porcentual. En 1986 se estima que los costes financieros pueden haberse reducido a un 5,40 por 100 del PAT.

Esta misma política se siguió en los costes de transformación. En efecto, estos costes suponían uno de los mayores problemas de las cajas, ya que eran superiores en comparación con el PAT a los de otras entidades bancarias. Las medidas adoptadas por el Grupo han dado lugar a una reducción de 0,29 puntos porcentuales entre los años 1984 y 1985. De esta manera, los costes de transformación quedaron fijados en el 3,56 por 100 del PAT en 1985, estimándose que

CUADRO N.° 8

RECURSOS AJENOS DEL BCA

	Millones de pesetas			
	1985	*%*	*1986*	*%*
Dotaciones ICO	174.288	42,7	144.084	37,7
Fondos procedentes de cédulas agrarias	49.647	12,1	85.687	22,4
Fondos procedentes de CR y otros depósitos	147.643	36,1	121.728	31,8
Fondos para saneamiento de cajas rurales	37.307	9,1	30.989	8,1
Totales	408.885	100,0	382.488	100,0

CUADRO N.° 9

FONDOS DE FINANCIACION DEL CREDITO OFICIAL DEL BCA
(Millones de pesetas)

	1980	*%*	*1985*	*%*	*1986*	*%*
Fondos propios	9.782	6,6	21.230	8,7	23.063	9,1
Dotaciones ICO	129.143	87,4	174.288	71,1	144.084	57,0
Empréstitos	3.150	2,1	49.647	20,2	85.687	33,9
Póliza Banco de España	5.702	3,9	—	—	—	—
Totales	147.777	100,0	245.165	100,0	252.834	100,0

CUADRO N.° 10

CONCESIONES TOTALES POR FINALIDADES. AÑO 1986

Finalidades	*Millones de pesetas*	*%*
Mejoras de secano	2.013	2,0
Mejoras de regadío	6.496	6,5
Implantación cultivos	4.724	4,7
Explotaciones ganaderas	7.117	7,1
Adquisición de maquinaria	16.290	16,3
Construcciones y otras mejoras	6.129	6,1
Industrias agrarias	22.942	22,9
Comercio interior	170	0,2
Campañas	15.900	15,9
Circulante	5.683	5,7
Otras finalidades	12.594	12,6
Totales	100.058	100,0

para 1986 habrán alcanzado un valor del orden del 3,45 por 100 del PAT.

Fruto de estas actuaciones ha sido la mejora sustancial del margen de explotación. Si analizamos esta magnitud, se puede afirmar que se ha duplicado prácticamente su porcentaje respecto del PAT entre los años 1984 y 1985. En efecto, el primer año era del 0,67 por 100 y el segundo del 1,30 por 100. En 1986, el margen de explotación puede ser de un 1,60 por 100, aproximadamente.

Los deudores en mora de las CRA a lo largo de 1985 se han reducido en un 7,5 por 100. Ello ha sido consecuencia de la política seguida por el Grupo al respecto. Con respecto a los fondos de insolvencia, se ha producido un importante aumento de dotaciones, alcanzándose un nivel de 22.581,2 millones de pesetas a finales de 1985.

Las dotaciones a saneamientos pasaron de ser el 0,1 por 100 del PAT en 1984 al 0,75 por 100 al año siguiente.

En resumen, esta política de adaptación al mercado, cuyos resultados son harto significativos, ha ido acompañada por una evolución muy favorable del incremento de acreedores (21 por 100) y de la cartera de créditos (11,1 por 100) en 1985.

Los resultados del Grupo

Los beneficios del Grupo en el ejercicio 1985 fueron de 13.487 millones de pesetas, con un aumento de casi el 12 por 100 sobre el año anterior, y para 1986 se estiman en 16.000 millones de pesetas. Estas cifras no reflejan en toda su intensidad el cambio radical que se ha producido en los resultados de las cajas. Con todas las salvedades que comporta para el establecimiento de comparaciones la falta de una serie perfectamente homogénea, es muy ilustrativo analizar los resultados de las cajas rurales de 1980 a 1986 que se exponen en el cuadro n.° 11.

8. LOS SISTEMAS DE CREDITO COOPERATIVO EN EUROPA

Los modelos de organización del crédito cooperativo en Euro-

CUADRO N.° 11

RESULTADOS DE CAJAS RURALES
(Antes de pago de impuestos)

Año	*Beneficios*	*Pérdidas*
1980 (1)	4.323,8	139,7
1981 (1)	5.295,7	270,0
1982 (1)	5.780,8	2.858,5
1983 (1)	5.757,2	23.753,6 (4)
1984 (2)	7.073,7 (5)	3.871,9
1985 (2)	12.157,3	1.767,9 (3)
1986 (2) (*)	12.500,0	—

(1) Cajas rurales provinciales.
(2) Cajas rurales asociadas.
(3) Se pueden incluir 1.758 millones de pesetas más de pérdidas de ejercicios anteriores de la CRP de Madrid.
(4) En este año afloraron contablemente pérdidas de ejercicios anteriores, como paso previo al saneamiento.
(5) A esta cifra habría que añadir 6.751 millones de pesetas correspondientes a la CRP de Jaén como beneficios atípicos por su saneamiento según la Ley 12/84.
(*) Estimación.

pa tienen todos una serie de aspectos comunes:

1. *Multiplicidad de asociados.* En la base del sistema existen diversos bancos cooperativos con personalidad jurídica independiente y forma social cooperativa. En la cúpula del sistema hay un órgano central cuya forma social es cooperativa (Holanda), ente público (Francia) o sociedad anónima (Alemania y España). En los casos de España y Francia la cúpula es de propiedad pública, aunque en este último país está en estudio una posible privatización de la Caja Nacional de Crédito Agrícola a favor de las Cajas Regionales de Crédito Cooperativo Agrícola.

2. *Estructura piramidal.* Existen, además de la central o cúpula del sistema, uno o dos niveles. En Alemania y Francia existen tres niveles: central o nacional, cajas departamentales o regionales relacionadas con la central y cajas locales relacionadas con las regionales. En Holanda existen dos niveles. Otro tanto existe en España, ya que, a pesar de la existencia de cajas provinciales, comarcales y locales, su relación con la central es igual en todos los casos, al contrario que en Francia y Alemania.

3. *Actuación como Grupo.* A pesar de la multiplicidad de entidades asociadas, su actuación es unitaria en las grandes líneas: relaciones financieras, operaciones con el exterior, etc. De hecho, operan como cualquier banco en el que los servicios que usualmente presta la central los presta la cúpula, existiendo una amplia descentralización. De esta manera se aprovechan simultáneamente las economías de escala y los beneficios de la descentralización por medio de un equilibrio que es diferente en cada organización. La central siempre lleva un control *de facto* de los asociados y en la mayoría de los casos actúa como delegada de la autoridad monetaria.

Todos los modelos de crédito cooperativo cumplen las anteriores características, pero cada uno de ellos presenta peculiaridades propias. Describir éstas sería extremadamente prolijo y, a falta de una clasificación previa, confuso. Por ello, lo aconsejable es analizar tres modelos-tipo que, de alguna manera, representan otras tantas formas diferenciadas en cuanto a su relación con el Estado y los poderes públicos.

En el cuadro n.º 12 puede verse una comparación de las principales características de los modelos holandés —Rabobank—, que es un sistema puramente cooperativo, el DG Bank alemán, en cuyos orígenes tuvo una participación el Estado de la que quedan algunos vestigios de indudable importancia; y, por último, el Crédit Agricole, cuyo órgano central es un ente público —la Caisse Nationale de Crédit Agricole. Estos modelos se comparan con el español, que se aproxima al Crédit Agricole en no pocos aspectos.

El Rabobank holandés es el paradigma de grupo cooperativo puro. Se trata de un grupo muy estructurado, con un gran peso de la central en el control y vigilancia de los bancos regionales. Su estructura es de dos escalones: cajas regionales y Rabobank central. Este último tiene unas pocas oficinas regionales cuya función es de apoyo técnico y bancario a las cajas regionales. Por ello, a veces se ha calificado de dos escalones y medio. No obstante, estas oficinas técnicas son de apoyo y no un escalón bancario propiamente dicho (esquema 1).

El Rabobank tiene el 40 por 100 de los depósitos de particulares del sector bancario holandés y es un banco muy agresivo, con una importante proyección internacional.

Su forma jurídica es cooperativa a todos los niveles, pero su nivel de integración es tan alto y el sistema de responsabilidades mutuas tan elevado que se considera un grupo consolidado a los efectos de las directivas comunitarias, lo que significa que éstas sólo afectan al órgano central.

Su ámbito de actuación es universal. Puede actuar con cualquier tipo de clientes de cualquier sector. Pero, como es habitual en la banca cooperativa, su peso en la agricultura e industria alimentaria es abrumadoramente mayoritario, siendo su participación en otros sectores menos importante.

El Estado carece de participación en el capital, como es habitual en las cooperativas, y la autoridad pública tampoco tiene intervención directa a través de su organización. Sin embargo, el control financiero lo ejecuta la autoridad monetaria, como en cualquier entidad bancaria, sólo en la organización central, quedando ésta a cargo del Rabobank central en lo referente a las cajas regionales.

Un modelo intermedio lo constituye el Deutsche Genossenschaftbank, más conocido por DG Bank. La historia de las cooperativas y del crédito cooperativo tiene una antigüedad, fuerza y raigambre muy grande en Alemania. Los grandes teóri-

CUADRO N.° 12

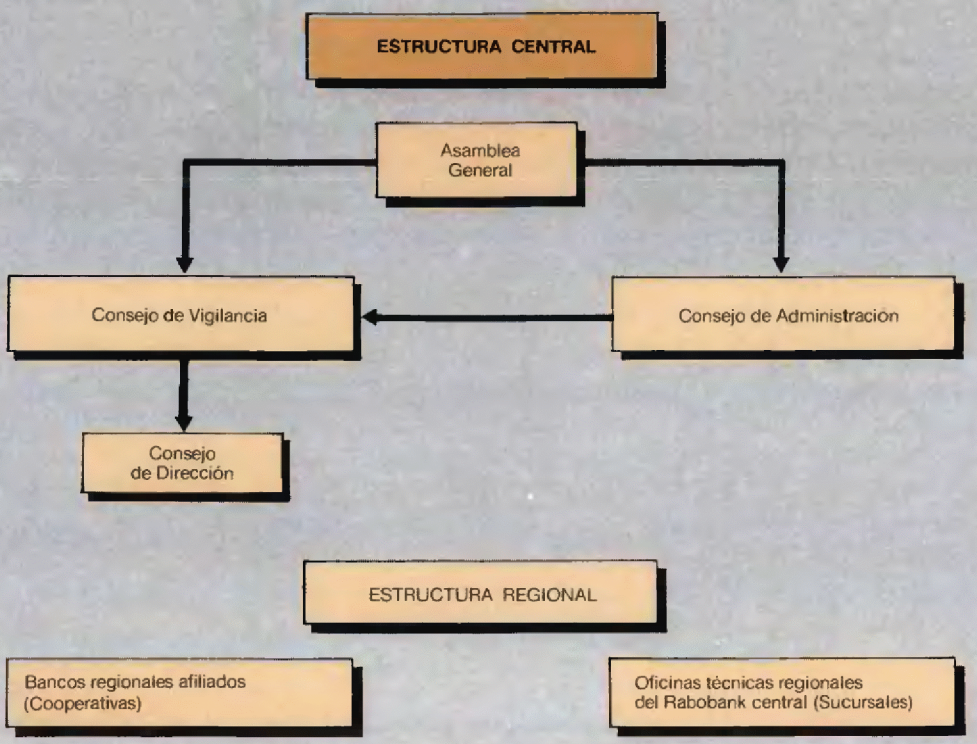
FORMAS DE ORGANIZACION DEL CREDITO COOPERATIVO EN EUROPA

	Alemania	*Holanda*	*Francia*	*España*
Nombre	*D.G. Bank*	*Rabobank*	*Crédit Agricole*	*Grupo Asociado BCA-CR*
Estructura	1. Bancos locales	1. Bancos locales (oficinas técnicas del Rabobank)	1. Cajas locales (no bancarias)	1. Cajas rurales provinciales, locales y comarcales. (Oficinas técnicas del BCA)
	2. Bancos regionales.	2. Rabobank	2. Cajas regionales (Departamento).	2. Banco de Crédito Agrícola
	3. D.G. Bank (Federal)		3. Caisse National de Crédit Agricole	
Forma jurídica	1. Cooperativas de crédito.	1. Cooperativas	1. Cooperativa	1. Cooperativa
	2. Cooperativas y sociedades anónimas.	2. Cooperativa	2. Cooperativa	2. Sociedad anónima (con algunas peculiaridades recogidas en la Ley de Crédito Oficial)
	3. Sociedad anónima (persona de derecho público)		3. Ente de derecho público de carácter financiero	
Ambito de actuación	Universal	Universal	Socios y usuarios (éstos en núcleos de población de menos de 65.000 habitantes)	1. Socios en el activo, universalidad por el pasivo. 2. Sector agrario, pesquero y agroalimentario
Estado. En el capital	0,6% del capital del D.G. Bank (máximo legal posible 25%)	Nula	Total en la CNCA	100% del capital del Estado
Autoridad pública ..	Comisario, Auditor (V.° B.° a la propuesta del C.V.) ocho miembros del Consejo de Vigilancia D.G. Bank	Nula	En la CNCA total. En las cajas: nombramientos y ceses de directores y en consejeros V.°B.° en nombramiento y atribuciones de cese	En BCA: el ICO y M.° de Economía y Hacienda. En las cajas: la autoridad monetaria
Control financiero ..	Teórico: Autoridad monetaria.	Al Rabobank: la Autoridad Monetaria. A las Cajas: el Rabobank.	A las cajas: la Autoridad Monetaria.	En el BCA: Tribunal de Cuentas, ICO, Patrimonio, Intervención del Estado.
	Real: Sociedades Auditoras.		A la CNCA: Tribunal de cuentas.	En cajas: Autoridad Monetaria y BCA.

cos del cooperativismo del siglo XIX son de esta nacionalidad. Existían entonces dos tipos de bancos cooperativos. Por un lado, los que seguían el modelo de Schulze-Delitzsch, que se denominaron bancos populares (Volksbanken), cuya implantación era fundamentalmente urbana. Por otro, la banca cooperativa agraria, que seguía las ideas y liderazgo de F. W. Raiffeisen. De hecho, se siguen llamando Raiffeisen Banks los bancos de este origen en Austria, Suiza, Bélgica y Holanda.

Ya en 1864 se creó, por iniciativa de Schulze-Delitzsch, un órgano central de los bancos populares, encargado de la gestión

ESQUEMA 1
RABOBANK



de la tesorería y de refinanciación de las cajas asociadas. Con la unificación alemana se produjo la unificación de los órganos centrales, en 1897, en el Deutsche Zentralgenossenschaftskasse. Después de la segunda guerra mundial, este organismo se reestructuró por una ley de 1949, quedando en su forma actual por la Ley de 22 de diciembre de 1975, que le dio al DG Bank su actual denominación y funciones.

Su estructura es de tres escalones, con bancos locales, regionales y central o federal. La forma jurídica del primer escalón es de cooperativa, la de los bancos regionales es de cooperativas y sociedades anónimas y el DG Bank es una sociedad anónima con algunas particularidades. Entre otras, destaca que es una sociedad anónima sujeta al estatuto de persona de derecho público. El límite legal máximo de participación pública se fija en el 25 por 100 y existe un comisario del Estado con funciones de vigilancia jurídica. Además, en su consejo de vigilancia participan entidades públicas. No así en su consejo de directores, que es el ejecutivo (esquema 2).

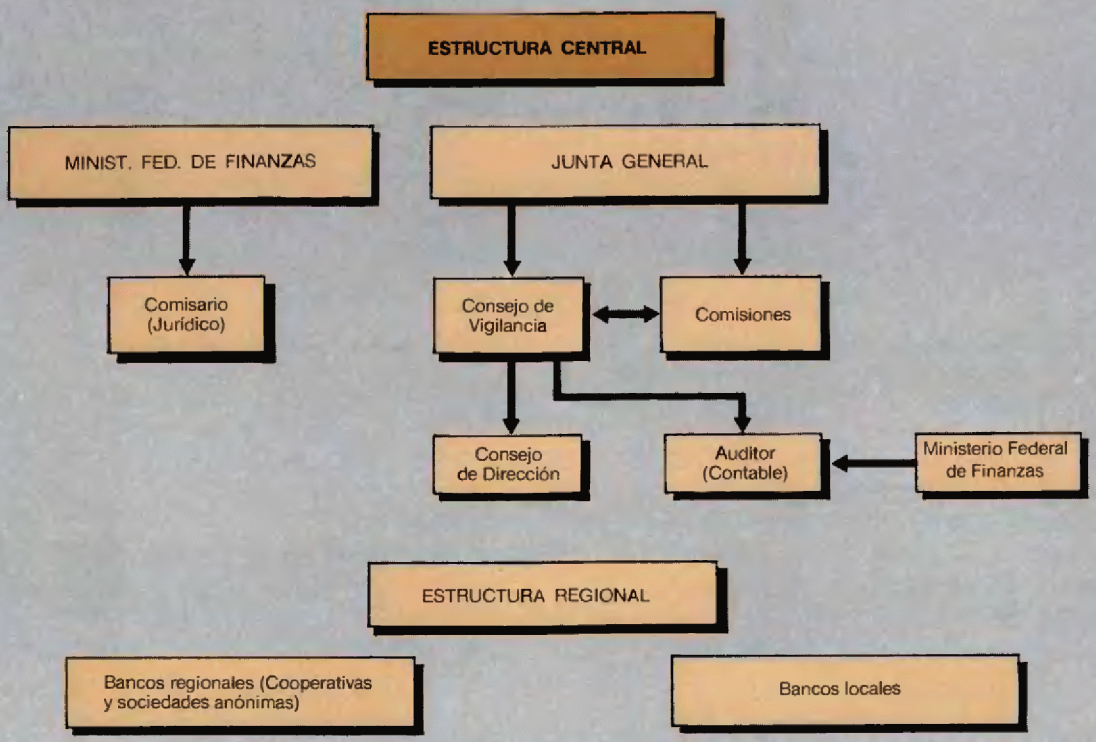
Esta forma jurídica especial —pública— no debe interpretarse como que su actividad se rige por ese tipo de derecho; es una sociedad que se rige por la legislación mercantil y bancaria en todos los aspectos, excepto en que sus dividendos están libres de impuestos para los receptores, en este caso los bancos socios básicamente.

La participación del Estado en el capital del DG Bank en la actualidad es de menos del 1 por 100 (0,6 por 100). La autoridad pública se ejerce a través de un comisario que vigila el cumplimiento de la legalidad y que *de facto* nunca ha actuado; en otras palabras, es un órgano inoperante. En el consejo de vigilancia, ocho de sus 32 miembros son representantes del sector público. El Comité de Vigilancia es un órgano muy operativo y sus funciones de supervisión están muy detalladas.

El auditor o compañía auditora del DG Bank ha de elegirse con el visto bueno del Ministerio de Finanzas. El control financiero corresponde a la autoridad monetaria —Bundes Bank—, la cual lo realiza a través de compañías auditoras fundamentalmente.

El Crédit Agricole es un sistema de tres escalones, con unas

ESQUEMA 2
D. G. BANK



cajas locales no bancarias, unas cajas regionales que son bancos, y la CNCA, cuya característica es la de ser un ente público. Los dos escalones primeros tienen la forma social de cooperativa. En estos momentos el gobierno francés ha mostrado su deseo de privatizar la Caisse National y está en negociaciones con las cajas regionales para llegar a un acuerdo (esquema 3).

El ámbito de actuación, al contrario que en los dos casos antes descritos, no es, por lo menos teóricamente, universal. Está limitado a los socios y usuarios. Puede adquirir esta condición toda persona que viva en núcleos de población de menos de 65.000 habitantes. A esta definición se añade una enorme lista de ampliaciones y excepciones pormenorizadas que se han ido agregando a través de una larga historia. Así, *de facto*, directamente o por entidades filiales, puede considerarse que su ámbito es casi universal. La historia del ámbito de actuación del Crédit Agricole parte de una situación parecida a la actual en España para las cajas rurales y su progresiva ampliación.

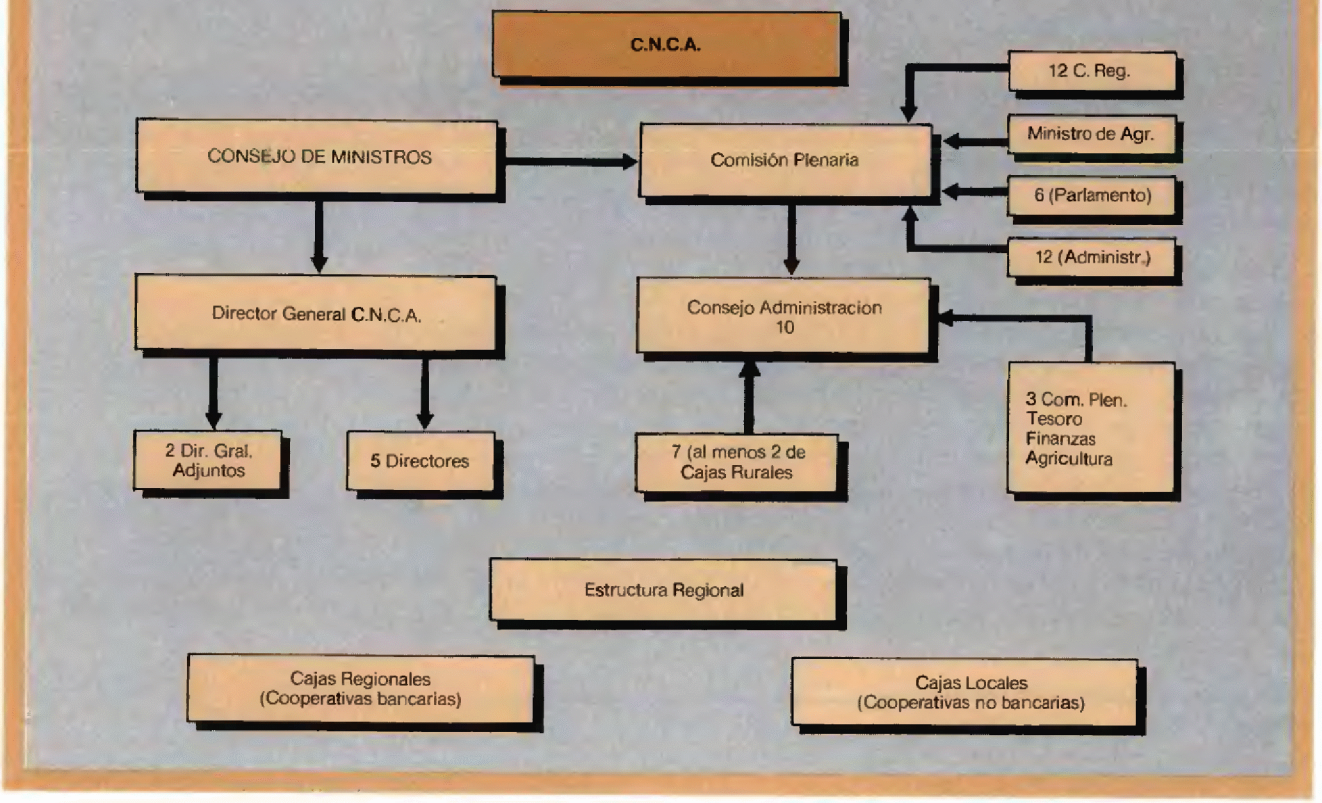
La actuación del Estado se materializa en la posesión de la CNCA y su predominio mayoritario en sus órganos de gobierno. En las cajas regionales, la CNCA supervisa o acepta el nombramiento de sus directores y consejeros, pudiendo incluso llegar a cesarlos. El control financiero de las cajas regionales lo ejerce la autoridad financiera, y el de la CNCA, el equivalente francés al Tribunal de Cuentas.

9. ALTERNATIVAS DE MODELO FUTURO DE CREDITO COOPERATIVO PARA ESPAÑA

Los problemas y las soluciones del crédito cooperativo en España no suponen ninguna novedad. El análisis de los modelos europeos, complementado con reuniones con los directivos de estos sistemas, muestra que los problemas han sido, y en muchos casos aún son, similares, y que cada país ha buscado soluciones que tienen ventajas e inconvenientes. Estos últimos se han ido tratando de corregir con el tiempo.

Las cuestiones básicas que se plantean para elegir un modelo de crédito cooperativo en España parten de una realidad actual

ESQUEMA 3
CREDIT AGRICOLE



en la cual los aspectos claves se pueden resumir de la siguiente manera:

- Posición del Estado en la cúpula del sistema, tanto en sus aspectos de propietario de la misma como en sus funciones, al ejercer la autoridad pública el control financiero.

- Ambito de actuación. Las limitaciones de las cajas rurales en sus operaciones activas. Hasta ahora los socios de las cajas deben ser socios de otra cooperativa previamente. La rigidez de esta reglamentación es enorme y ha sido objeto de crítica.

En todo caso, y antes de entrar en las posibles alternativas, conviene señalar la necesidad de dotar de un marco legal adecuado a la realidad de un crédito cooperativo unido en grupo. Así, en Francia es el Código Rural y en Alemania es la ley que regula el DG Bank la que contempla esta realidad social.

Las posibles alternativas son relativamente simples de enumerar, y de alguna manera han de inspirarse en los sistemas vigentes en Europa que se han enunciado anteriormente.

Las alternativas al modelo español cooperativo se centran en la posible continuidad del actual o en la aproximación a un modelo con menor intervención pública en la gestión y en la propiedad del órgano central.

Pero al mismo tiempo debe tenerse en cuenta el control o la supervisión públicas de este tipo de agrupaciones, que en todos los países presenta algunas especialidades. También la legislación comunitaria otorga al respecto el correspondiente tratamiento especializado.

La continuidad del modelo español de crédito cooperativo es la primera alternativa a tener en cuenta. Es este caso, la legislación lo único que tiene que regular es un hecho aparecido y no contemplado en el vigente ordenamiento jurídico. Su regulación, aunque fuera con un mínimo de retoques sobre la realidad actual, es muy necesaria. Los retoques deben encaminarse a dar cohesión al Grupo Asociado y a reconocer personalidad jurídica al mismo, porque la convivencia de un banco público con entidades cooperativas debe ser facilitada al máximo. Una variante a esta alternativa sería la participación minoritaria de las cajas rurales en el capital del Banco de Crédito Agrícola.

En el otro extremo está la privatización del órgano central del sistema. Incluso en este caso, la vigilancia y control de la Administración tiene, como se ha visto al analizar estas organizaciones en otros países, especialidades importantes que han de crearse legalmente.

Hay que partir del hecho incuestionable del fracaso en toda la línea del modelo cooperativo puro en España. El modelo CRUNA quebró, además de por las muchas razones expuestas con anterioridad, también por una carencia de vigilancia administrativa. La dispersión y multiplicidad de órganos de la Administración que deben vigilar la marcha de las cooperativas de crédito dificulta esta labor.

El tercer modelo podría consistir en crear una estructura análoga a la alemana, donde la cúpula del sistema cooperativo es una institución con un estatuto especial de naturaleza pública, pero donde el capital estaría mayoritariamente en poder de las cajas rurales. Existiría un Consejo de Vigilancia con mayoría pública, y el Consejo de Administración tendría mayoría del sector cooperativo.

La decisión sobre el modelo que finalmente se adopte tiene, además de una gran importancia intrínseca, un evidente alcance político. Prueba de ello es que en el programa electoral del partido actualmente en el poder se contempla la remisión a las Cortes de un proyecto de ley de cooperativas y la promulgación de las normas básicas del cooperativismo de crédito.

La existencia de un grupo de crédito cooperativo fuerte y saneado es necesaria para la agricultura española y muy conveniente para el sistema financiero. En los últimos tres años se ha logrado este objetivo por medio de una gestión empresarial del BCA apoyada por los poderes públicos, fundamentalmente en el saneamiento de aquellas cajas con problemas.

Queda ahora la decisión política que establezca el marco legal adecuado para permitir que tengamos en el futuro unos sistemas de crédito cooperativo de importancia equivalente a los europeos. A estos efectos, en el mes de enero del corriente año el Banco de Crédito Agrícola ha presentado un anteproyecto de ley de crédito cooperativo donde se regulan alternativamente dos modelos de grupo de crédito cooperativo agrario.

BIBLIOGRAFIA

REVISTA AGRICULTURA, n.° 584 y 613

BAREA, José, «Una estrategia para la financiación agraria», (n.° 613).

DE TORRES, Pedro, «Las dificultades financieras de la agricultura española», (n.° 584); «La financiación agraria española», (n.° 613).

BANCO DE CRÉDITO AGRÍCOLA, Memorias. *Memoria para la Junta General del Grupo Asociado* (junio 1986).

CAJA RURAL NACIONAL, Memorias.

CAISSE NATIONAL DE CRÉDIT AGRICOLE, Memorias.

CENTRAL DE CAJAS RURALES, Memorias.

CODE RURAL DE FRANCIA.

DG BANK, Memorias.

Legislación bancaria y cooperativa de Holanda, Francia, Alemania, Bélgica e Italia.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.° 16; BAREA, José, «Opiniones»; TARRAFETA, Luis, «Financiación de la Agricultura»; DE TORRES SIMO, Pedro, «Financiación Agraria: Europa y España».

MAKUCH, N. et. al. (1978), *Le crédit Agricole*, Bergeŕ-Levraut, París.

MARTÍN MESA, A. (1986), *Las Cajas Rurales Españolas* (1971-1985): *La gestación de una crisis*. Tesis doctoral no publicada, Alcalá de Henares.

RABOBANK, Memorias.

REVELL, J. (1984) *Changes in Spanish Banking*, IEF Gales (UK), (publicado por el Banco de Vizcaya).

RODERO, A. (1974), *Las Cajas Rurales españolas*. ICE Madrid.

TARRAFETA, LUIS, (1973), *La capitalización de la Agricultura Española*, BCA, Madrid.

Varios Autores, (1980), *La inversión en la agricultura, su financiación y su incidencia en el empleo*, BCA, Madrid.

— *Farm Financing and Farm Indebtedness in the Community;* University of London, Ashford, Kent (UK).

BANCA EXTRANJERA EN ESPAÑA

Tras señalar las diversas etapas de implantación en España de la banca extranjera, **Francisco Javier Abad Hernando** analiza los canales a través de los que, en los últimos tiempos, se ha venido asentando en nuestro país. Igualmente estudia la evolución de los resultados de su actividad, para terminar oteando las perspectivas que el futuro presenta para la banca extranjera operante en España.

ANTECEDENTES

LOS primeros antecedentes de entidades bancarias extranjeras en España se encuentran en las *sociedades de crédito,* fundamentalmente francesas, que fueron autorizadas a instalarse en nuestro país a mediados del pasado siglo. Ello se enmarcaba dentro de la política de liberalización y desarrollo económico que en aquellos años se iniciaba. Uno de sus puntos básicos fue la entrada masiva de capital extranjero aprovechando:

- la ausencia de restricciones legales,
- las ventajas fiscales otorgadas por la autoridad económica,
- y la experiencia acumulada en sus países de origen, consecuencia de la fase expansiva del capitalismo, principalmente europeo.

Aquellas sociedades, entre las que destacaron el Crédito Mobiliario Español, la Sociedad Española Mercantil e Industrial y la Compañía General del Crédito Español, fueron las primeras en participar en operaciones de crédito al gobierno español, llegando a controlar una parte importante de la deuda pública española de la época e importantes participaciones en compañías de ferrocarril y mineras.

Durante el resto del siglo XIX, e incluso en los primeros años del presente siglo, y pese a que la mayoría de los bancos grandes y medianos españoles ya se habían constituido, la presencia de entidades extranjeras fue determinante en la vida económica española. Hasta 1920, sobre un total de 375 entidades bancarias, 50 aproximadamente eran extranjeras, si bien éstas tenían un volumen superior de negocios al conjunto de la banca nacional, debido fundamentalmente a su mejor situación, estrategia y experiencia.

Habría que esperar a los años 20 para que el cambio de orientación política y económica tuviera influencia en el capital extranjero asentado en España. Las renovadas corrientes proteccionistas de la época, junto al período de recesión que se produjo en Europa a raíz de la crisis económica y las guerras mundiales, desembocaron en una serie de medidas tendentes a favorecer el desarrollo económico nacional. En el sector bancario tuvo especial importancia la Ley de Ordenación Bancaria de 1921, creada con el objetivo de evitar la monopolización, la creación de nuevos grupos y la presencia de entidades extranjeras en España, así como de constituir el Consejo Superior Bancario.

Esta ley, junto a la normativa aparecida en 1939 sobre el *statu quo* bancario y la posterior ley bancaria de 1946 —que, si bien equiparaba la legislación bancaria de los bancos nacionales a los extranjeros, en la práctica no permitía la entrada de capital extranjero—, introducirían modificaciones sustanciales, que tendrían vigencia hasta 1962, año en que se promulgó la Ley de Bases del Crédito y la Banca. Así pues, tras el paréntesis de la guerra civil española, y dentro de lo que se ha dado en llamar la «autarquía» española, la presencia de la banca extranjera en España se redujo a cuatro entidades: Credit Lyonnais, Banco de Londres y América del Sur, Société Generale de Banque y Banca Nazionale del Lavoro. Su importancia fue escasa, y sus repercusiones en el sistema financiero español, mínimas.

El Plan de Estabilización de 1959 y la posterior normativa legal sobre autorización de entrada de capital extranjero en España supusieron el inicio de una nueva etapa en la configuración del sistema bancario español. Dentro de esta normativa, además de la ya mencionada Ley de 1962, se encuentran las leyes de 1963, 1972, 1973 y 1974 sobre creación de nuevos bancos y otras regulaciones. No obstante, no habría legislación específica sobre banca extranjera hasta 1978, año en que se aprobó un decreto sobre regulación de la banca extranjera, a excepción del caso del Banco Arabe Español, S.A. y el Banco Saudí Español, S.A.

En la disposición adicional del

CUADRO N.° 1

CARACTERISTICAS PRINCIPALES Y TIPOS DE ESTABLECIMIENTOS AL AMPARO DEL REAL DECRETO DE 23 DE JUNIO DE 1978

— Revestir la forma de sociedad anónima española. — Mínimo capital suscrito : 750 millones de pesetas. — Prima de emisión equivalente al 100% del capital en cuenta separada y de no libre disposición sin autorización previa del M.° Economía y Hacienda. — Desembolso: mínimo al 50% en el momento de constitución. — Financiación ajena interior máxima: 40% de sus inversiones en valores y créditos a entidades españolas públicas y privadas (se excluye la financiación interbancaria nacional). — Cartera de valores: íntegramente constituida por fondos públicos y títulos de renta fija. — Número de agencias: máximo 3.	— Revestir la forma y denominación del banco matríz. — Mínimo capital suscrito: 750 millones de pesetas. — Desembolso: 100% en el momento de su constitución. — Financiación ajena interior máxima: 40% de sus inversiones en valores y créditos a entidades españolas públicas o privadas (se excluye la financiación interbancaria nacional). — Cartera de valores: íntegramente constituida por fondos públicos y títulos de renta fija. — Número de agencias: máximo 3.

decreto de 9 de agosto de 1974, sobre normas de expansión bancaria, se contempló la posibilidad de crear instituciones bancarias con un estatuto especial por razón de la participación extranjera en su capital, en los casos especiales que convenga al interés nacional. Dentro de este ámbito, el Banco Arabe Español, S.A. obtendría meses más tarde la autorización para operar, mediante la orden de 13 de abril de 1975, y se iniciarían posteriormente los estudios y negociaciones para la creación de otra institución con capital árabe: el Banco Saudí Español S.A., con un marco jurídico similar al anterior. Su objeto social lo constituyó, además de la realización de todo tipo de operaciones bancarias y mercantiles propias de los bancos, el de la cooperación económica entre España y los países árabes, mediante la financiación de proyectos relacionados con el comercio exterior y otras inversiones, obteniendo sus recursos de depósitos captados en los mercados financieros árabes, nacionales e internacionales.

La autorización y creación del Banco Arabe Español no fue un hecho aislado dentro del contexto financiero español, sino uno de los primeros pasos hacia el proceso que años más tarde tendría lugar en España con la regulación, mediante decreto, de la presencia de la banca extranjera.

Teniendo como base la Ley 2/1962 sobre Ordenación del Crédito y la Banca, se aprobó el Real Decreto de 23 de junio de 1978 sobre el establecimiento de entidades extranjeras, con el objeto de aprovechar las ventajas que para la economía española en general pudieran derivarse del funcionamiento de la banca extranjera, tanto en lo referente a la aportación de nuevos y mejores servicios financieros como en el mayor grado de competencia que la presencia de bancos extranjeros puede introducir en el propio sistema financiero.

Mediante dicho decreto se reguló la presencia de la banca extranjera conforme a tres categorías: oficinas de representación, filiales y sucursales.

Las diferencias fundamentales entre ellas, exceptuando las oficinas de representación, que según el propio real decreto sólo «podrían llevar a cabo actividades meramente informativas sobre cuestiones bancarias, financieras, comerciales y económicas en general, sin que, en ningún caso, les esté permitido desarrollar operaciones de crédito, depósito e intermediación financiera», se recogen en el cuadro número 1.

Años más tarde, y ante el deterioro de algunas de las principales magnitudes económicas españolas (depreciación interna, elevación de la tasa de inflación, devaluación de la peseta, etc.) se publicó un nuevo decreto (Real Decreto 677/1983, de 25 de marzo) que introdujo algunas modificaciones, recogidas en el cuadro n.° 2.

Las últimas disposiciones vi-

CUADRO N.º 2

Bancos filiales	*Sucursales de bancos*
— Mínimo capital suscrito: 2.000 millones de pesetas. — Prima de emisión: equivalente al 100% del capital, en cuenta separada y de no libre disposición sin autorización del Ministerio de Economía y Hacienda.	— Mínimo capital suscrito: 2.000 millones de pesetas. — Desembolso: 50% en el momento de constitución, 50% restante en un año.

gentes que inciden en el desarrollo de la actividad bancaria de las entidades extranjeras que operan en el territorio nacional se encuentran recogidas en el Real Decreto Legislativo 1.298/1986, de 28 de junio, por el cual se adapta la normativa legal sobre entidades crediticias al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea. En dicho decreto, además de exigir la obligatoriedad de adscripción al Consejo Superior Bancario para la banca extranjera establecida en España, se regula el calendario de liberalización de la financiación ajena interior, no procedente del mercado interbancario, a partir de la normativa contenida en el decreto de 1978, que se establece como sigue:

Año	*Porcentaje financiación*
1987	40
1988	50
1989	60
1990	70
1991	80
1992	90

Igualmente, a partir del año 1990, la banca extranjera podrá abrir, además de las tres oficinas ya estipuladas en la anterior normativa, una oficina en 1990, dos en 1991 y otras dos en 1992.

Con excepción de los cuatro bancos que continuaron operando en el mercado español desde su implantación (Credit Lyonnais, Banca Nazionale del Lavoro, Banco de Londres y América del Sur y Société Generale de Banque), la mayoría de los bancos extranjeros se instalaron en España a raíz del decreto-ley de 1978, pudiendo distinguirse dos etapas que coinciden con las dos principales normas legales. Durante los años comprendidos entre 1979 y 1982 obtuvieron autorización para instalarse en España un total de 24 entidades. De ellas, una tercera parte eran de nacionalidad norteamericana (8 entidades), en su mayoría sucursales de los grandes bancos mundiales, al igual que las sucursales de los principales bancos europeos (ingleses, alemanes y franceses) aunque en menor medida. El resto de los bancos que abrieron sucursales pertenecían a diversos países.

La segunda etapa de instalación, comprendida entre 1983 y 1985, no tuvo como denominador común la implantación de sucursales de grandes bancos mundiales, que aprovecharon las ventajas iniciales en cuanto a requisitos legales y mínimo capital necesario. En total se autorizaron nueve nuevas entidades de diversa nacionalidad, a las que deben añadirse las filiales de bancos extranjeros que adquirieron entidades españolas. El desglose por años de implantación y nacionalidades puede apreciarse en los cuadros I y II del Anexo.

En el pasado año 1986 obtuvieron la autorización para operar en España dos entidades japonesas y una canadiense. La tendencia para el resto del período transitorio hasta 1992 (resultado de las negociaciones de adhesión española a la CEE), en lo referente a nuevas autorizaciones, pasaría necesariamente por la compra de una licencia española bancaria ya existente, posiblemente alguna «segunda marca» de un gran banco.

Durante ambas etapas de llegada de entidades extranjeras a España, las estrategias de implantación han consistido en: o bien la adquisición de un banco local, con dificultades económicas y financieras o bien la apertura de sucursales. Las entidades que optaron por la primera de las formas (1) hubieron de enfrentarse a la necesidad de sanear las entidades, hecho que las obligó a constituir fuertes dotaciones para saneamientos y provisiones; un cambio en la concepción del negocio bancario, junto a un reciclaje de sus plantillas y una reestructuración operativa de las redes comerciales de estas entidades, no siempre acordes al *know-how* de la banca internacional. Por el contrario, contaron con las ventajas de una financiación preferente

del Banco de España o del propio Fondo de Garantía de Depósitos, acompañada de la exención de ciertos coeficientes legales durante un período de tiempo, y con la posibilidad de obtención de pasivos de clientes particulares a los que se ofrecieron nuevos productos con mayores atractivos (liquidez, tipos de interés superiores a la banca nacional, etc.), aprovechando las ventajas legales de su *status*, especialmente la ya mencionada exclusión de coeficientes, y pudiendo captar estos recursos a través de su red de sucursales ya establecidas. Este primer grupo se concentró básicamente en la banca al por menor (*retail banking*), tratando de implantar su experiencia internacional aplicando nuevas fórmulas de gestión, de *marketing*, etcétera.

Por su parte, las entidades extranjeras que decidieron establecer sus propias sucursales amparándose en el recién aprobado decreto sobre banca extranjera de 1978 contaron con la existencia de una legislación nueva que ofrecía ciertos atractivos, entre ellos la no necesidad de hacerse cargo de alguna entidad en crisis y la operatividad que les permitía actuar en el mercado con una infraestructura menor, aunque con una plantilla más especializada, resultando unos costes de transformación inferiores al resto de la banca. Este grupo se centró fundamentalmente en la banca al por mayor (*wholesale banking*) o banca de empresas.

Las exigencias en cuanto a mínimo capital suscrito y desembolsado, máxima financiación procedente del mercado interior, los topes en las posiciones en divisas, número de sucursales bancarias y, fundamentalmente, las limitaciones operativas, que han supuesto la imposibilidad de disponer de una estructura de pasivo de clientes particulares, han obligado a estas entidades a la búsqueda de nuevas formas de financiación y de negocio que hicieran rentable su presencia en España.

Debido a ello, la banca extranjera ha contado con un reducido número de grandes clientes, en su mayoría ya conocidos antes de su implantación en España, por lo que los productos han estado en función de sus propias necesidades, constituyendo así lo que se conoce con el nombre de «banca a medida» integrada

CUADRO N.° 3

Financiación de Comercio Exterior (Trade Finance)

Líneas de pre/post financiación de exportaciones.
Créditos comprador y créditos suministrador.
Créditos documentarios y cartas de crédito de todo tipo.
Avales y garantías sobre operaciones comerciales.
Forfaitings
Financiación de proyectos.
Leasing a la exportación.

Financiación de Empresas (Corporate Finance)

Mercado de préstamos (a interés fijo o variable)	— en divisisas y pesetas, — sindicados, — subastados.
Mercado de capitales	— emisiones de bonos y colocaciones, — certificados de depósito, — emisiones de pagarés de empresa y/o colocaciones.
Mercado de valores	— colocación de acciones en Bolsa.
Permutas (*swaps*)	— de tipos de interés, — de divisas.
Divisas	— contratos a futuro y a plazo, — opciones.
Otros servicios	— asesoría en fusiones y adquisiciones, — asesoría en inversiones bursátiles, — gestión de tesorería, — fondos de inversión, — *leasing*, — *factoring*.

por productos innovadores o, al menos, desconocidos en el mercado financiero español hasta la llegada de las entidades extranjeras. Desde los iniciales créditos a interés flotante y la colocación de letras en la Bolsa, la dirección y participación en sindicaciones de préstamos y los pagarés de empresa, hasta las actuales emisiones en el euromercado, facilidades de garantía, opciones o sofisticados mecanismos de conversión de deudas, el lanzamiento de nuevos tipos de pasivo ha ido marcando la pauta en el mercado financiero nacional, hecho que incluso ha obligado a la banca comercial y tradicionalmente establecida en España a crear divisiones bancarias especializadas, o bien sus propios bancos de empresas o de negocios, para poder competir en igualdad de condiciones con la banca extranjera establecida en España.

El cuadro n.º 3 trata de recoger los principales instrumentos y productos que la banca extranjera ha venido ofreciendo desde su implantación en nuestro país. El primero de los grupos incluye aquella serie de productos, mayormente utilizados por bancos extranjeros especializados en la canalización del comercio entre el país de origen y España, conocido habitualmente con el nombre de *trade finance*. El segundo, un grupo más amplio y sujeto a constantes innovaciones, denominado en medios bancarios como *corporate finance*, incluiría las operaciones relativas a préstamos, intermediación en los mercados de capitales y valores, y actividades de asesoramiento técnico y específico a empresas o clientes.

En general, los resultados obtenidos por toda esta gama de nuevos servicios financieros han sido positivos en la mayoría de los casos, si bien, en ocasiones, su ciclo de vida ha sido corto, motivado por los mayores requerimientos de capital y las sucesivas normativas legales para el control de las masas monetarias (caso de las letras de Bolsa y los pagarés bancarios en 1983).

Por ello, las ventajas iniciales de estos instrumentos financieros, alta liquidez, solvencia y rentabilidad —favorecidas además por el impacto que tuvieron en el sistema financiero español— fueron desapareciendo progresivamente, siendo sustituidos por otros, adaptándose así al marco legal vigente en cada momento.

Hay que recalcar el hecho de que la banca extranjera ha sido particularmente dinámica en la concesión de servicios parabancarios, tales como el *leasing*, *factoring*, etc. En el caso particular del *leasing*, algunas empresas creadas por estos bancos han escalado rápidamente en el *ranking* de este sector en España, iniciando las operaciones sindicadas de *leasing*, *leasing* inmobiliario, *leasing* a tipo flotante, etcétera.

Debe considerarse, por otra parte, que la mayoría de los grandes bancos nacionales, comerciales y al por menor, han desarrollado durante todo este período de tiempo diferentes estrategias para contrarrestar la pérdida progresiva de cuota del tradicional mercado crediticio en favor de la banca extranjera y ofrecer a sus clientes servicios y productos igualmente competitivos. En este sentido, se reconvirtieron antiguos bancos filiales o subsidiarios industriales en bancos de negocios, se constituyeron divisiones bancarias especializadas, o bien sociedades financieras controladas mayoritariamente por los grandes bancos.

ANALISIS DE LA EVOLUCION DE LOS RESULTADOS DE LA BANCA EXTRANJERA

El presente análisis de la evolución de los balances y cuentas de resultados de la banca extranjera, y su comparación con el total de los datos de la banca operante en España, tiene como punto de partida el año 1983. Atrás quedan, por una parte, años de crecimiento para la mayoría de los bancos extranjeros que optaron por la apertura de sucursales, pese a lo elevado del precio del dinero en el mercado interbancario (que alcanzaría niveles superiores al 17 por 100 en 1982 y al 19 por 100 en 1983), y, por otra, de dificultades para los bancos que decidieron absorber entidades nacionales en crisis. Previo a ello, conviene hacer una breve referencia a la evolución particular registrada por esos dos grandes grupos de bancos (ver cuadro n.º III del Anexo): el primero correspondiente a las sucursales, que incluye las treinta y cuatro sucursales de bancos extranjeros, más el Banco Arabe Español, S.A. y el Banco Saudí Español, S.A., que, a pesar de ser bancos españoles con participación mayoritaria extranjera, tienen una gran similitud, tanto operativa como de productos, con el resto de las sucursales de bancos extranjeros. El segundo, donde se han agrupado los ocho bancos españoles filiales de bancos extranjeros, los cuales corresponden a bancos en crisis adquiridos por bancos extranjeros y los establecidos con ante-

rioridad al Real Decreto de 23 de junio de 1978. La evolución seguida por uno y otro grupo, tal como puede apreciarse en el cuadro IV del Anexo, registró un cambio significativo en los siguientes años.

El grupo de sucursales extranjeras registró un descenso en el ritmo de crecimiento de sus activos, pasando del 21 por 100 para el período 1983-1984 al 16 por 100 para 1984-1985, tendencia que se confirmaría con los datos de cierre de 1986, que reflejan un crecimiento del 6 por 100. Las filiales, por su parte, y a medida que consolidaban sus resultados y finalizaban sus saneamientos, han presentado un crecimiento más sostenido: 17 por 100 entre 1983-1984, 23 por 100 entre 1984-1985 y un 16 por 100 para el período 1985-1986.

Si efectuamos una primera aproximación a los resultados obtenidos por ambos grupos, las tendencias varían significativamente. Los beneficios obtenidos por el conjunto de sucursales extranjeras crecieron rápidamente durante los primeros años, en los que los nuevos productos financieros registraron fuertes demandas (sindicación de préstamos en divisas, pagarés bancarios, etc.), para estabilizarse en 1985, mientras que el total de bancos extranjeros que operan mediante filiales pasó de arrojar saldos negativos en 1983 a resultados positivos en 1985. Sin embargo, la evolución registrada por ambos grupos durante 1986 ha sido diferente, ya que si bien el grupo de sucursales registró un incremento del 23 por 100, los bancos filiales, por el contrario, obtuvieron en conjunto unos resultados inferiores en un 36 por 100. No obstante, debe señalarse que dentro de este último grupo la dispersión es muy fuerte, con bancos que presentan elevadas tasas de crecimiento y otros con significativas pérdidas (rebasando, en algún caso, incluso los 500 millones de pesetas).

Centrándonos en el análisis conjunto de los datos globales del total de bancos extranjeros (ver cuadros del V al XIII del anexo), y a pesar de la heterogeneidad que caracteriza a este grupo (2), deben destacarse, dentro de la composición de sus balances, los siguientes puntos:

1. La consolidación de este último grupo dentro del sector bancario nacional. Del total de activos medios de la banca española, la participación del grupo de bancos extranjeros se situó en torno al 11 por 100 durante el período 83/85, con un crecimiento del orden del 19 por 100 anual, muy superior a la media del sector. Sin embargo, en el último ejercicio se observa una disminución notable de esta tasa de crecimiento que, en términos porcentuales, sólo alcanzó el 9 por 100, debido, sin duda, al hecho de que la banca extranjera, tras un período de rápida expansión en los primeros años de su establecimiento, está alcanzando unas cuotas normales de mercado, y a la disminución del conjunto de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado.

El conjunto del grupo tenía unos activos totales medios de 3,19 billones de pesetas en diciembre de 1986, lo cual suponía un 11,82 por 100 del total de la banca establecida en España.

En cuanto a los dos grupos mencionados, hay que destacar un crecimiento más lento en los últimos años del grupo de sucursales extranjeras frente a un fortísimo crecimiento —especialmente en 1985— de las filiales, muchas de las cuales, una vez superada su etapa inicial de bancos en crisis, y tras su saneamiento, han iniciado un crecimiento rápido y sostenido que, en los dos últimos años, ha estado en torno al 20 por 100 anual acumulativo.

2. La estructura de las diversas partidas del activo se mantiene bastante estable a lo largo del período analizado, destacando como capítulo principal la inversión libre en clientes que suponía, a diciembre de 1986, un 55 por 100 del activo total (porcentaje que se ha mantenido en niveles similares durante los años 1983-1985); de esta cifra, la parte más importante (46,22 por 100) correspondía a créditos en pesetas, y sólo un 8,30 por 100 a créditos en moneda extranjera. El peso de la inversión crediticia en pesetas dentro del balance ha crecido permanentemente a lo largo del último trienio, mientras que la inversión en moneda extranjera ha decrecido a casi un tercio de lo que suponía en 1983; esto ha sido, sin duda, consecuencia de la demanda creciente, por parte de los prestatarios españoles, de financiación en pesetas y de su renuncia, y amortización anticipada, de los créditos en divisas; la agresividad mostrada por la banca extranjera en el segmento de préstamos sindicados a tipo de interés flotante ha contribuido sin duda a este notable incremento de la cartera de créditos en pesetas, a lo que deben añadirse la incertidumbre existente en el mercado de divisas, la liquidez del mercado nacional y un mantenimiento a lo largo de 1986 del precio del dinero, en especial a partir de la segunda mitad del año. Por otra parte, las pocas operaciones denominadas

en moneda extranjera, al ser realizadas con instrumentos diferentes al préstamo bancario (FRN, *Commercial Paper*, etc.) y gestionadas por sus bancos en Londres, no han sido contabilizadas en las sucursales españolas.

Un análisis más detallado de este capítulo del balance (cuadro VIII del anexo) nos confirma la anterior hipótesis, ya que del total de esta partida (cartera de créditos en pesetas), un 89,23 por 100 corresponde a créditos al sector privado, en su mayoría deudores a plazo medio y largo, y un 9,08 por 100 corresponde igualmente al sector público a medio y largo plazo. Sin duda, el fuerte volumen de créditos sindicados en pesetas demandado por las empresas del sector eléctrico (ver cuadro desglose por sectores de la actividad crediticia, IX) ha contribuido notablemente a esta distribución a favor del sector privado y en contra del sector público.

En el grupo de sucursales tiene mayor peso la inversión en divisas (11,24 por 100) que en el grupo de filiales. Sin embargo, en la distribución de la cartera de crédito en pesetas el grupo de filiales registra, como es lógico, una mayor participación de la cartera comercial frente a la de deudores a plazo; y, asimismo, un menor peso del sector público (4,88 por 100) que el grupo de sucursales (12,87 por 100).

3. Dado que la banca extranjera ha sido, y aún es, un gran tomador de fondos en el mercado interbancario, como era lógico esperar la posición neta con el resto del sistema crediticio ha sido a lo largo de todo el período fuertemente deudora, representando la inversión en el sistema crediticio un 35 por 100 del total activo, mientras que la financiación del sistema crediticio suponía un 71 por 100 del total pasivo, como puede apreciarse en el cuadro n.° 4, donde se recoge la evolución de dicha financiación en el período 1983-1986.

La composición de estos activos y pasivos interbancarios (cuadro X) ha variado sustancialmente a lo largo del período analizado, con una disminución importante del peso de los activos y pasivos monetarios en divisas y un aumento, igualmente importante, de los activos y pasivos monetarios en pesetas; así, a final de 1986 el total de la financiación interbancaria en pesetas suponía el 47,4 por 100 del pasivo (habiéndose incrementado desde el 29,3 por 100 de 1983) y la inversión interbancaria, igualmente en pesetas, suponía el 15,6 por 100 del activo (10,0 por 100 en 1983); como consecuencia de esta diferencia, la posición neta tomadora del colectivo total de banca extranjera era de 1.014,65 millones de pesetas. Dada la gran importancia que para la banca extranjera tiene la captación de fondos en el mercado interbancario como mecanismo de financiación, ha seguido una lógica y prudente política comercial, favorecida por la evolución a la baja de los tipos de interés de dicho mercado, como puede apreciarse en el cuadro adjunto, procurando estar en los dos lados del mercado (prestamista y prestatario) para así mantener su buena imagen y capacidad de captación de depósitos de la banca nacional.

Año	*Media tipo de interés del mercado interbancario (%)*
1982	17,2
1983	19,5
1984	12,6
1985	11,6
1986	11,5

El análisis de las diversas partidas de activos y pasivos monetarios indica un peso creciente de la adquisición temporal de activos como partida más destacable dentro de la inversión monetaria y, a su vez, dentro de los recursos, los depósitos tomados a plazo han supuesto permanentemente la partida más importante, mientras que la cesión temporal de activos, que registró un fuerte crecimiento en 1985, ha disminuido en casi un 50 por 100 durante el pasado año 1986.

En general, se puede afirmar que casi toda la banca extranjera ha tomado depósitos a todos los plazos disponibles en el mercado, variando su distribución en función de las expectativas de tipos de interés. En su posición colocadora casi siempre ha preferido los plazos más cortos.

CUADRO N.° 4

% DE FINANCIACION SISTEMA CREDITICIO SOBRE TOTAL PASIVOS

Año	*Total banca extranjera*	*Total banca*
1983	73	26
1984	72	27
1985	71	28
1986	71	29

En cuanto a la posición neta en divisas, ésta ha sido netamente acreedora de la banca española, utilizando dicha situación como herramienta negociadora o compensación para obtener líneas interbancarias en pesetas de la banca nacional.

El desglose en los dos grupos de banca extranjera nos muestra claramente el peso que dentro de los recursos monetarios captados por el grupo de filiales aún tienen las cuentas especiales de crédito del Banco de España y el Fondo de Garantía de Depósitos, correspondientes a los saldos todavía vivos de las facilidades (58.349 millones de pesetas) concedidas a los bancos en crisis adquiridos por bancos extranjeros; igualmente, este grupo ha sido mucho más agresivo en la adquisición y cesión temporal de activos que el grupo de sucursales.

4. Sin duda, la partida de activo que más fuerte crecimiento ha registrado en los últimos dos años ha sido la correspondiente a inversión libre en cartera de valores (ver cuadro XI), lo cual suponía un 2,77 por 100 del total activo a diciembre de 1986 frente a 0,72 por 100 en 1983; especialmente, en 1986 la cifra absoluta de este apartado se ha multiplicado por 3,1 veces como consecuencia de la fortísima actividad de la banca extranjera en la suscripción y colocación de títulos, especialmente de renta fija, entre los inversores españoles. De la cartera total mantenida por la banca extranjera, la casi totalidad corresponde a títulos de renta fija, cuyo saldo ascendía a 82.082 millones de pesetas, en su mayoría títulos emitidos por el sector público español (pagarés, bonos del Tesoro, deuda pública, etc.) y en una pequeña parte por entidades oficiales de crédito y empresas del sector eléctrico.

La cartera de títulos de renta variable ha disminuido a lo largo del período como consecuencia de la venta de esta cartera llevada a cabo por los bancos filiales, especialmente aquellos que fueron adquiridos del Fondo de Garantía de Depósitos. Por el contrario, las sucursales registraron en el año 1986 un incremento notable en su cartera de renta variable debido, sin duda, a una actividad creciente en Bolsa como consecuencia del auge registrado en los dos último años. Esta línea de actividad tendrá una importancia creciente dentro del conjunto de servicios de la banca extranjera, especialmente la colocación de «euroacciones» en el mercado nacional.

Es de destacar en este apartado la gran actividad de este grupo de bancos en la colocación de obligaciones emitidas por el sector eléctrico, así como deuda pública, a pesar de la falta de una red de sucursales que cubra todo el territorio nacional y permita acceder a la gran masa de pequeños inversores.

5. La participación de inversiones no rentables dentro del activo total, fundamentalmente derivadas de inmovilizado, ha disminuido porcentualmente desde el 5,77 por 100 de 1983 hasta alcanzar en 1986 el 3,65 por 100, como consecuencia de la menor incidencia de este apartado al aumentar la inversión productiva. En conjunto, el inmovilizado es inferior al total de la banca nacional, pero especialmente en el grupo de sucursales, donde su peso en el total del balance es prácticamente inmaterial.

6. La captación de recursos de clientes ha tenido un crecimiento espectacular, especialmente en los años 1985 y 1986, con tasas muy superiores a las del resto de la banca nacional. Según los datos de cierre del año pasado, la financiación de clientes suponía aproximadamente el 20,2 por 100 (18,1 por 100 en 1983) del total de los recursos captados, siendo en su casi totalidad depósitos en pesetas (91 por 100), dentro de los cuales las cuentas a plazo representaban en torno al 40 por 100 de total, frente al 60 por 100 y 50 por 100 respectivamente de los años inmediatamente anteriores; no obstante, la captación de estos depósitos a plazos se ha realizado con instrumentos diferentes, especialmente mediante la colocación de pagarés bancarios, instrumento que fue prácticamente creado por la banca extranjera y que ha conocido un desarrollo importante hasta la publicación de la Ley de Activos Financieros en mayo de 1985, momento a partir del cual inició un fuerte declive.

Coincidiendo con este declive de los pagarés bancarios, se ha producido un gran auge en la cesión temporal de activos, tal y como se mencionó anteriormente, que ha alcanzado un peso importante como medio de captación de recursos de clientes, ya que en la actualidad supone aproximadamente un tercio del total de los mismos.

7. Tal y como cabía esperar, la banca extranjera ha sido muy activa en todos los servicios realizados con el comercio exterior y especialmentre en la concesión de avales y créditos documentarios, cuyo saldo total al final de 1986 era de 266.000 millones de pesetas (frente a los casi 180.000 millones de 1983), siendo una gran parte de esta cifra avales ligados a proyectos de

LA BANCA EXTRANJERA EN ESPAÑA: EVOLUCION, ESTRATEGIA Y PERSPECTIVAS

Dieter JOSWIG

El rápido desarrollo económico español en los años 60 y 70 atrajo a un gran número de instituciones bancarias internacionales, las cuales se concentraron en apoyar y fomentar dicho desarrollo mediante la concesión de créditos en divisas a largo plazo desde el exterior. Para promover esta actividad crediticia, aproximadamente 70 bancos establecieron oficinas de representación en el país.

Con la aparición del Real Decreto n.° 1.388, de 23 de junio de 1978, empezó una nueva época para la banca extranjera. La posibilidad de operar dentro del país ha sido utilizada desde entonces por más de 35 entidades bancarias, de las cuales casi su totalidad ya habían sido prestamistas al sector público y privado. La mayoría de ellas provienen de países con importante presencia e intereses económicos en el Reino, como lo son los miembros de la Comunidad Europea, Estados Unidos y Japón. Sus razones principales para establecer sucursales y subsidiarias se pueden resumir así:

- complementar y ampliar el servicio prestado a clientes multinacionales,
- expandir su presencia internacional y ser partícipes en mercados financieros crecientes con perspectivas de desarrollo favorables, y
- participar en, y facilitar, el comercio entre España y sus respectivos países de origen.

Desde la crisis bancaria nacional a fines de los 70, seis bancos españoles fueron adquiridos por capital extranjero y dos nuevos fueron creados con capital mixto. Las sucursales de los bancos extranjeros han reflejado un crecimiento considerable desde 1979, a pesar del descenso en la tasa de crecimiento económico durante estos años, habiendo logrado una participación de más de un 10 por 100 del total de la actividad crediticia de la banca española. Sin embargo, no hay que sobrestimar esta cifra, ya que parte del aludido volumen existía, antes de operar en España, en otras sucursales del exterior, por lo cual hay que verlo como una continuación de la actividad prestataria de dichas instituciones bancarias.

Incluyendo las cifras de las demás entidades bancarias controladas por capital extranjero, se puede estimar que la participación de la banca foránea se sitúa alrededor del 14 por 100 sobre el volumen total de las operaciones bancarias.

Si esta participación en el mercado parece elevada en comparación con otros países, hay que tener en cuenta que se reparte entre más de 40 instituciones diferentes, mientras que los siete grandes grupos bancarios nacionales, con más de 60 entidades asociadas, reúnen aproximadamente entre el 70 por 100 y el 80 por 100 de los activos totales de la banca privada en España; lo que demuestra que la banca extranjera en su conjunto puede compararse, en cuanto a su cuota de mercado, con uno de los siete grandes.

También es preciso observar que el período de crecimiento económico relativamente modesto, caracterizado, entre otras cosas, por severas dificultades y reestructuración de las grandes industrias tradicionales como acerías, astilleros, aluminio, químicas y construcción, y el estricto ámbito regulatorio, fueron circunstancias que dieron impulso adicional a la banca extranjera para introducir los mecanismos y técnicas financieras que hoy en día se reconocen como su mayor aporte a la modernización del mercado bancario nacional, tales como: el desarrollo del mercado interbancario, la apertura del mercado crediticio en pesetas a largo plazo mediante la introducción del interés variable, letras en Bolsa y pagarés negociables. A pesar de que la mayoría de estos mecanismos habían sido creados y usados en otros mercados en el exterior antes de ser «importados» y adaptados al mercado español, no cabe duda de que durante su evolución la banca extranjera se ha encontrado constantemente ante la necesidad de innovar, para que la gestión de sus activos y pasivos le permita alcanzar sus objetivos de rentabilidad, crecimiento y permanencia en el mercado.

Esta necesidad también se ha visto reflejada en su estrategia general y ha determinado el tipo de clientela y negocios en los que se han concentrado las diversas instituciones. En un principio, y aún hoy, la efectividad y productividad de los recursos humanos y de inversión requeridos para lograr los objetivos de rendimiento han sido determinantes en la selección de la clientela. Por consiguiente, la banca extranjera, prácticamente en su totalidad, se dedicó esencialmente a las mayores empresas, las entidades del sector público y las aproximadamente 6.000 subsidiarias y afiliadas de compañías multinacionales presentes en España que ya eran sus clientes en el exterior.

Por otra parte, las medidas económicas adoptadas en los últimos años han tenido como resultado que España no se haya visto tan afectada como otros países por la crisis financiera internacional. Por el contrario, ha logrado un fortalecimiento de su estructura, destacado por superavit en la balanza de pagos, reducción del endeudamiento externo e incremento paulatino de sus reservas; lo que ha conducido a una mejora de su clasificación en lo que concierne a su solvencia exterior. Con la entrada al Mercado Común, las perspectivas de crecimiento económico también han mejorado, en tanto que la actividad inversora por parte de capitales españoles y extranjeros tenderá a adquirir más dinamismo con miras a explotar las nuevas oportunidades comerciales que esta integración implica. Esto, junto con los compromisos de liberalización acordados con la Comunidad respecto al movimiento de capitales, permite prever que empieza a abrirse una nueva época para los mercados financieros españoles, dentro de la cual la banca extranjera podrá desempeñar un papel importante.

Antes de analizar la estrategia de la banca extranjera en España hemos de dividirla en diferentes grupos, según su estructura y el ordenamiento legislativo que la rige.

En primer lugar, hemos de considerar las entidades con mayoría de capital extranjero que originalmente eran bancos locales, regionales o nacionales y, por consiguiente, cuentan con un número de oficinas y sucursales muy superior a las permitidas a los bancos extranjeros. Dados estos factores, sus respectivas trayectorias antes de la toma de control por entidades extranjeras y sus necesidades de reestructuración y saneamiento, es difícil identificar un común denominador en cuanto a su estrategia en el mercado. La mayoría continúa dedicándose a la banca al por mayor con clientela tradicional, expandiendo su penetración en el mercado por medio del negocio al «por menor», utilizando todos los métodos modernos a su alcance y poniendo énfasis en «el servicio al cliente». Esta estrategia les proporciona una mayor amplitud en la obtención directa de recursos ajenos.

El hecho de que la mayoría de los bancos antedichos estén ampliando sus respectivas redes de agencias pone en evi-

dencia que prevén un potencial atractivo en el negocio de la banca al «por menor». Que estos objetivos se logren materializar con pleno éxito, compitiendo abiertamente con los grandes grupos bancarios españoles, es un interrogante al que sólo el futuro aportará la respuesta.

Con respecto a las sucursales de los bancos extranjeros, cabría esperar que formaran un grupo más homogéneo, ya que los requisitos de establecimiento iniciales y el ordenamiento legislativo que los rige son esencialmente los mismos. Sin embargo, su crecimiento y desarrollo revelan diferencias sustanciales debido a: las respectivas actividades de cada entidad bancaria dentro del marco español antes de su implantación en el país, el potencial de la clientela proveniente de sus países de origen y, por último, las estrategias definidas desde el comienzo de sus operaciones en España.

La limitación por parte de las autoridades monetarias de autorizar un máximo de tres oficinas por entidad bancaria extranjera parece coincidir paradójicamente con el objetivo inicial de la presencia física de las mismas, ya que, como es sabido, la mayoría de ellas mantienen sucursales únicamente en Madrid y Barcelona, plazas que reúnen cerca de la mitad del potencial del mercado bancario español.

En cuanto a la gama de servicios y actividades de los referidos bancos, una parte ha optado por ofrecer una amplia variedad de productos financieros, mientras otros continúan concentrándose en la actividad crediticia a empresas privadas y al sector público, al mercado de divisas y a la canalización de operaciones comerciales con sus respectivos países de origen. Por consiguiente, se puede concluir que los bancos no han seguido objetivos abstractos, sino más bien adaptado sus metas a las posibilidades reales y circunstancias específicas que concurren en cada uno en particular.

Uno de los factores que más ha limitado la flexibilidad y capacidad de expansión de la banca extranjera en España es la restricción en cuanto a las actividades financieras anexas a la banca comercial a través de participaciones de capital, tan prolíferas en la banca española. Con excepción de algunas compañías de *leasing* y financieras en las que tiene participaciones, la banca extranjera ha tenido que limitarse exclusivamente al negocio tradicional de banca comercial. No parecería desmesurado constatar que la banca extranjera no tiene como objetivo participar en sectores comerciales o industriales, sino ciertamente en desarrollar actividades complementarias a la puramente bancaria en otras áreas de servicios financieros. En consecuencia, es de esperar que el proceso de liberalización proporcionará la oportunidad de participar en actividades adicionales, lo cual, a su vez, permitirá a los diversos bancos seguir políticas y estrategias más individualizadas en el futuro.

Las divergencias aparentes entre los bancos extranjeros en lo que concierne a sus actividades y desarrollo también se reflejan al comparar sus cuentas de resultados. Tanto es así que en 1985 el 60 por 100 del total de los beneficios de la banca extranjera fue generado por tres bancos, lo cual demuestra que varias entidades están operando a nivel de *break-even* o ligeramente por encima de él. Esto también es evidente si se tiene en cuenta que, excluyendo los dos bancos más rentables en ese mismo año, la banca extranjera generó unos beneficios del 0,38 por 100 sobre sus activos totales medios, mientras que los de la banca privanda española alcanzaron un 0,68 por 100.

El creciente grado de competencia se ha hecho también notable en el tipo de márgenes que predominan en el mercado crediticio. Mientras que en 1984 y a principios de 1985 éstos estaban alrededor de 5/8 por 100 para prestatarios de primer rango, actualmente oscilan entre 3/8 por 100 y 1/4 por 100, por lo cual las operaciones que generan ingresos por comisiones han venido ganando importancia para la banca en general, y especialmente para la banca extranjera.

Por su parte, las entidades bancarias españolas han encontrado que la forma más eficaz de hacer frente a la progresiva competencia extranjera es ofreciendo el mismo tipo de servicios, tanto en lo que se refiere a instrumentos financieros como al montaje de las diversas operaciones introducidas en el mercado por los bancos foráneos. A título de ejemplo, se puede citar la creación de departamentos especializados dentro de los grandes grupos bancarios, o entidades independientes destinadas a la adaptación y comercialización entre su clientela de los productos y técnicas financieros más recientes en los mercados internacionales. Tan es así que en la sindicación de créditos en pesetas a largo plazo, en la cual los bancos extranjeros ejercieron predominio en un principio, los bancos españoles captaron más del 70 por 100 en 1985.

En conclusión, podemos resumir la contribución de la banca extranjera a la economía española de la siguiente manera:

En primer lugar, se puede afirmar que la competencia internacional ha tenido un efecto estimulante para la banca nacional y beneficioso para la economía en general. La mayor competencia ha contribuido a una oferta de servicios más amplia, así como a la reducción de costes para los usuarios.

Cuatro décadas de proteccionismo y de un intervencionismo estatal excesivo han puesto de manifiesto la necesidad de liberalizar el sistema financiero y de introducir métodos operacionales más efectivos para lograr un nivel de desarrollo semejante a los demás países industrializados. La aparición de la banca extranjera hay que verla dentro de las intenciones de la política económica de promover las condiciones idóneas para la evolución del sistema financiero español, y su adaptación al desarrollo de los mercados financieros exteriores. Con la apertura al exterior se han logrado grandes avances en otros sectores de la economía a partir de los años 60. Este proceso de modernización se inicia en el sistema financiero a fines de los 70, y la banca internacional ha asumido su papel de introductora de nuevas técnicas en una forma parecida a la de las grandes multinacionales en otras áreas.

En cuanto a su política empresarial, los bancos en España habían centrado su interés primordial en el crecimiento a través de la captación de pasivo (e incremento de plantilla), mientras en el extranjero se había dado preferencia desde mucho antes al crecimiento en función de la rentabilidad. El cambio de prioridades probablemente se hubiera producido en España de todas formas por la fuerza de las circunstancias, aunque con cierto retraso. Sin embargo, no cabe la menor duda de que la aparición de la banca extranjera en España ha contribuido a acelerar no solamente el cambio de prioridades, sino también la introducción de nuevos métodos operativos y de racionalización.

Dentro de este proceso de adaptación, se puede observar que la ampliación de los servicios bancarios se está llevando a cabo no únicamente con un menor número de personas, sino, al mismo tiempo, con mejor preparación. La presencia de la banca extranjera también ha hecho un aporte en este ámbito, en tanto que ha proporcionado nuevas oportunidades de especialización y adquisición de experiencia en el área internacional, lo que, a la larga, fomenta una mayor profesionalidad para el conjunto de la banca.

Finalmente, la banca extranjera completa la presencia del capital extranjero y colabora con todos los sectores económicos a una mayor integración internacional, coincidiendo con la nueva etapa de la economía española en el marco de la CEE, la cual requerirá el esfuerzo conjunto de todos los agentes económicos para hacer frente con éxito al desafío que esta integración implica.

obra en el extranjero (garantías de pago anticipado, buena ejecución, avales ante las autoridades aduaneras, etc.), y el resto, créditos documentarios irrevocables, tanto de exportación como de importación (ver cuadro XII).

La banca extranjera, al contar con una red a nivel mundial, ha sido capaz de competir en este segmento con mejores costes que la banca española y, sobre todo, con mayor agilidad y rapidez, factor clave en este tipo de operaciones.

De esta cifra total, el saldo en avales y cauciones correspondientes al grupo de sucursales es notablemente superior al de los bancos filiales. Durante el pasado año 1986, varios bancos pertenecientes al grupo de sucursales destacaron por su actividad en la modalidad de «crédito comprador», en lo que influyó especialmente la mayor capacidad en la evaluación y asunción de riesgos exteriores y propios de la banca extranjera.

8. Uno de los aspectos destacables del balance consolidado de la banca extranjera es la progresiva disminución de la cartera de morosos, que en 1986 alcanzaban la cifra de 32.360 millones de pesetas (57.300 millones de pesetas en 1983), mientras que el total de provisiones para insolvencias era de 38.600 millones (25.400 millones de pesetas en 1983), es decir, el 1,4 por 100 del riesgo total, cubriendo, por lo tanto, más del 100 por 100 de la cartera de deudores morosos. Añadiendo a la provisión para insolvencias la cobertura riesgo-país y otros fondos especiales, el total de provisiones de la banca extranjera ascendía a unos 50.000 millones de pesetas (27.000 millones en 1983), cifra que cubre con creces las pérdidas potenciales en la recuperación de activos; de esta cifra, aproximadamente un 60 por 100 corresponde a las sucursales de bancos extranjeros y el resto a las filiales, las cuales, como era lógico esperar, tienen una tasa de cobertura algo inferior a la del grupo de sucursales, a pesar del fuerte descenso de la cartera de deudores en mora, que se ha reducido durante el período 1983-1986 en más de un 50 por 100.

Este desequilibrio se debe fundamentalmente a la elevada cartera de morosos de los bancos en crisis adquiridos del Fondo de Garantía de Depósitos.

El análisis de la cuenta de resultados de la banca extranjera, tanto agregada como por grupos, considerando los rendimientos y costes en términos porcentuales sobre activos totales medios, y a pesar de las características diferenciadas de cada uno, nos conduce a las siguientes conclusiones:

1. A lo largo de los cuatro últimos años se observa un crecimiento del margen de intermediación hasta el año 1984, en que alcanzaba un máximo de un 2,24 por 100, y posteriormente se reduce, alcanzando en 1986 un 1,86 por 100. Esta reducción va unida a una progresiva disminución de los ingresos y costes financieros como consecuencia de la reducción de los tipos de interés en nuestro país durante el citado período, del estrechamiento producido en el segmento de actuación de estos bancos y la fuerte competitividad entre ellos.

Este margen de intermediación es notablemente inferior en el caso de las sucursales (1,45 por 100) que en el de las filiales (2,45 por 100), reflejándose así el carácter predominante de banca al por mayor que tiene el primer grupo y la mayor incidencia de la banca al por menor en el segundo.

2. Si bien el porcentaje de ingresos financieros sobre el total activos fue del 10,33 por 100 en 1986 (12,58 por 100 en 1983) para la totalidad de la banca extranjera, la dispersión de esta cifra en el grupo analizado es de gran notoriedad, alcanzando en el caso máximo el 13 por 100 y en el mínimo el 7,35 por 100. Esta gran dispersión es debida a varios factores, entre otros:

a) La composición porcentual de la cartera de préstamos en pesetas y divisas, ya que los tipos de interés de las eurodivisas (dólares USA, marcos, etc.) han sido inferiores a los de la peseta, y las políticas adoptadas para la financiación de la misma han sido diferentes en cada institución.

b) El peso de los activos improductivos, especialmente del inmovilizado.

c) La política de asimetría de la cartera de préstamos en pesetas y los recursos captados para su financiación en el mercado interbancario, ya que algunos bancos, previendo la baja de tipos de interés, concedieron préstamos a tipo fijo en los años 1984 y 1985, financiándose con depósitos interbancarios a muy corto plazo, cuyo coste se fue reduciendo progresivamente, y, consecuentemente, elevándose el margen de intermediación.

Otros bancos adoptaron, sin embargo, políticas crediticias más conservadoras, preferentemente a tipos de interés flotante sobre el MIBOR.

Dentro de la inversión crediti-

cia en pesetas, el capítulo de cartera comercial era sin duda el más rentable, con unos ingresos financieros medios del 14,19 por 100 anual en 1986, siendo el rendimiento y el peso de esta cartera superior en el caso de bancos filiales que en el de sucursales.

La cartera de deudores a plazo, que por su volumen representa la de mayor contribución a la cuenta de resultados, tenía en el mismo año un redimiento del 13,50 por 100, que, a la vista de la evolución de los tipos de interés, puede considerarse ciertamente elevado.

Tal como se indicaba anteriormente, la cartera libre de valores, además de haber experimentado un notable crecimiento en su cifra de saldos medios, ha registrado igualmente un incremento en su rendimiento, pasando de un 5,1 por 100 en 1983 a un 11,3 por 100 en 1986 aproximadamente, con un peso predominante de la cartera de renta fija. Este incremento del rendimiento contrasta con el descenso registrado en los tipos de interés de las obligaciones, deuda pública, etc., lo cual es reflejo de una mejor gestión de la cartera de renta fija.

3. Los costes financieros tuvieron una evolución positiva para la banca extranjera, registrando una fuerte reducción de 1,4 puntos en el año 1985 respecto al año 1984. Esta reducción fue debida, en gran parte, al descenso de los tipos de interés interbancario de los depósitos en pesetas, cuyo coste medio pasó del 13,32 por 100 en el año 1984 al 11,99 por 100 en el año 1985 y al 11,21 por 100 en 1986, pero sobre todo, y de forma más notable, a la reducción del coste de la partida de acreedores en pesetas, que disminuyó entre los dos años citados en 1,67 puntos y 1,06 puntos en 1986. Este descenso se produce casi en su totalidad por la mayor penetración en el mercado de ahorradores de la cesión temporal de activos. El fuerte incremento de esta forma de captación de pasivos, junto a su menor costo, condujo sin duda a reducir sistemáticamente los costes totales del pasivo cliente.

A pesar de que el grupo de filiales de bancos extranjeros cuenta con una red de sucursales más amplia en el territorio nacional y, por lo tanto, una mayor facilidad para captar el pequeño ahorro privado, el coste de este grupo en el año 1986 fue de 8,22 por 100, mientras que el grupo de sucursales, más activo en la banca al por mayor, registró un coste del 7,11 por 100, notablemente más bajo que el anterior. La mayor agresividad de este segundo grupo en el diseño y lanzamiento de nuevas formas de captación de recursos justifica esta diferencia.

4. Dentro del capítulo de «otros productos y costes» hay que destacar los fuertes beneficios obtenidos por las operaciones de compraventa de divisas y transferencias al extranjero, si bien en el último año, como consecuencia de la gran competencia en este tipo de servicios y la subsiguiente reducción de las comisiones de cambio, pagos al exterior, etc., estos capítulos perdieron peso frente a un fortísimo incremento de las comisiones por operaciones de valores de clientes, que, prácticamente, superaron a las anteriores. Nuevamente, la mayor competitividad y adaptación al mercado de la banca extranjera explica este cambio.

Hay que destacar igualmente en este apartado de la cuenta de resultados el beneficio por diferencias de cambio, debido a la creciente actividad en el mercado de cambio de divisas, tanto nacional como internacional.

En su conjunto, este capítulo —«otros productos y costes»— significó en el año 1986 un 0,50 por 100 frente al 0,47 por 100 en el año 1985, con lo cual el margen ordinario se situaba el año pasado en el 2,36 por 100, ligeramente inferior al 2,51 por 100 del año 1985 y del 2,80 por 100 del año precedente.

5. Dada la estructura de la banca extranjera en general, y en particular del grupo de sucursales, los costes de transformación han venido siendo necesariamente reducidos, alcanzando para el conjunto el 1,50 por 100 (0,78 por 100 para el grupo de sucursales y 2,54 por 100 para el grupo de filiales), a pesar de que durante el período 1983-1985 el personal empleado en la banca

CUADRO N.° 5

TOTAL PERSONAL EMPLEADO EN EL SISTEMA BANCARIO

	1983	*1984*	*1985*
Banca nacional	164.136	162.164	156.486
Banca extranjera	6.444	6.724	7.105
Total banca	170.580	168.888	163.591

extranjera, como puede apreciarse en el cuadro n.° 5, siguió una tendencia creciente.

Así pues, el margen de explotación se situaba en el 0,87 por 100 para el total de la banca extranjera, siendo para el grupo de sucursales el 1,10 por 100 y el 0,42 por 100 para el grupo de filiales, si bien la dispersión, dentro del grupo de sucursales, de este margen es muy notable.

6. Por último, los fondos destinados a saneamientos y provisiones han descendido de forma impresionante en los últimos años, pasando de un 0,82 por 100 en 1984 (20.194 millones de pesetas) a un 0,25 por 100 en 1986 (8.061 millones de pesetas). Esta reducción en la dotación neta ha sido debida, en parte, a la recuperación de fondos constituidos en años anteriores por las menores insolvencias producidas y, en parte, a las menores provisiones realizadas, dada la mayor calidad de los riesgos adquiridos, lo cual ha favorecido la obtención de un resultado contable neto superior en 1.855 millones de pesetas al del año anterior.

PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

Tras algo menos de un decenio desde su implantación, la banca extranjera que opera en España, tanto bajo la forma de sucursal como bajo la de filial, se halla plenamente consolidada dentro de nuestro sistema financiero. Si bien su cuota de mercado no ha alcanzado aún a la de la banca extranjera en otros países de la CEE (ver cuadro XIII), podemos afirmar, sin embargo, que los índices de crecimiento se han ralentizado notablemente en los últimos años.

Aun antes de disponer de los datos de cierre del pasado ejercicio 1986, los correspondientes a los nueve primeros meses parecían ya confirmar esta tendencia del año 1985, lo cual indica que el grupo de bancos extranjeros alcanzará, a lo largo de los próximos años, su cuota definitiva de mercado dentro del sector bancario español.

Por otra parte, hay varias razones que permiten suponer un crecimiento más ralentizado en los próximos años:

- La inversión crediticia del total de entidades extranjeras representa entre el 14 por 100 y el 15 por 100 del mercado nacional, estando muy concentrada en una serie de empresas de tamaño grande, y especialmente en algunos sectores como el eléctrico; los propios límites de techo de riesgo con un mismo prestatario y/o sector influirán, lógicamente, en la reducción de la tasa de incremento de los créditos en pesetas. Para contrarrestar este efecto, la banca extranjera deberá incidir más en el segmento de empresas medianas, lo cual supondrá un crecimiento más lento por la propia naturaleza del *marketing*, evaluación del riesgo, gestión de cartera, etcétera.

- La gran dependencia que actualmente tiene la banca extranjera de la financiación procedente del sistema crediticio (aproximadamente un 70 por 100 del total de sus pasivos) hará que trate de diversificar progresivamente sus fuentes de recursos hacia los fondos captados de clientes particulares, lo cual, a pesar de su carácter de banca al por mayor, impondrá unos límites de crecimiento derivados del mayor esfuerzo de todo tipo que la banca extranjera deberá realizar para captar estos recursos.

Por otra parte, la reacción de la banca española ante la fortísima competencia de la banca extranjera a lo largo de los últimos años está dando frutos cada vez más palpables. Entre las medidas tomadas por la gran banca española para competir con la banca extranjera habría que señalar:

- Reducción de sus costes de transformación en base a una mecanización de procesos, racionalización de procedimientos y, en general, un fuerte incremento de la productividad.

- Lanzamiento de nuevos productos financieros para competir en condiciones ciertamente ventajosas con los lanzados por la banca extranjera.

- Reciclaje de una gran parte de las plantillas, que han pasado de funciones operativas a funciones comerciales, dando así a sus organizaciones una mayor orientación de *marketing*.

- Creación de unidades especiales de *merchant banking*, con organización y filosofía similares a las de las sucursales de bancos extranjeros.

A la vista de estas circunstancias, la banca extranjera deberá adaptar su estrategia para seguir compitiendo ventajosamente en el mercado español.

Posiblemente, en los próximos años se aprecie una mayor diferenciación entre los distintos bancos extranjeros implantados en nuestro país, como contrapartida a la gran uniformidad que han manifestado a lo largo de los últimos años; esta diferenciación se basará posiblemente en los siguientes factores:

• Diferentes estrategias de sus casas matrices a nivel mundial.

• La entrada de España en la CEE y la progresiva adaptación de la legislación bancaria de nuestro país a la de la Comunidad hará que las diversas instituciones adopten estrategias alternativas de cara a su implantación, segmentos de mercado, productos, etcétera.

Por otra parte, la banca extranjera podrá seguir compitiendo en condiciones ventajosas con la banca española, dado que, al estar inmersa dentro de estructuras bancarias a nivel internacional, la progresiva implantación de los servicios bancarios a nivel mundial (*global banking*) tendrá ventajas indudables para aquélla.

La tendencia actual a que los mercados de capitales nacionales se sigan convirtiendo en supranacionales, la *securitization* de todos los activos bancarios y la gran influencia del cambio tecnológico en la banca serán factores que jugarán a favor de la banca extranjera a la hora de ofrecer productos y servicios en el mercado español.

Como se señalaba anteriormente, el grupo de bancos extranjeros implantados en España deberá concentrar un mayor esfuerzo en la penetración del segmento de empresas medianas, las cuales, a su vez, al estar progresivamente más ligadas a los mercados internacionales, podrán demandar de forma creciente los servicios especializados de esta banca extranjera. De cara a futuras estrategias del grupo analizado, este segmento deberá ser prioritario para su futura expansión en España.

Como consecuencia de todos estos factores, es de esperar que en la cuenta de resultados de la banca extranjera implantada en nuestro país tengan cada vez más peso sus ingresos por comisiones de servicios y menos el margen financiero.

Finalmente, hay que destacar que la progresiva liberalización de nuestro sistema financiero, que dará un importante salto hacia adelante con la supresión casi total de fondos cautivos (coeficientes), y la liberalización de los tipos de interés pasivos supondrán una importante ventaja para la banca extranjera, ya que su menor coste de transformación le permitará competir ventajosamente en la remuneración del pasivo de clientes.

En consecuencia, aunque la banca extranjera establecida en España no registre en los próximos años tasas de crecimiento tan espectaculares como las de los años pasados, sí seguirá siendo un factor dinamizador importante para nuestro sistema financiero y, en general, para nuestra economía.

NOTAS

(1) Cinco entidades optaron por esta forma de entrada: Barclays Bank adquirió el Banco de Valladolid; Citibank España, el Banco de Levante; B.N.P. España, la Banca López Quesada; Bank of Credit and Commerce, el Banco de Descuento, y Chase Manhattan Bank, el Banco de Finanzas (este último no fue adquirido del Fondo de Garantía de Depósitos).

(2) Configurado por sucursales bancarias, bancos filiales que actúan como *retailers* y bancos industriales que operan como bancos de negocios.

ANEXO ESTADISTICO

CUADRO N.° I

SUCURSALES Y FILIALES DE BANCA EXTRANJERA EN ESPAÑA
(Año de implantación y nacionalidad)

Año	*USA*	*Gran Bretaña*	*Francia*	*Alemania*	*Bélgica*	*Italia*	*Otros*	*TOTAL*
Antes de 1979	1	1	1	—	1	1	1	6
1979	4	2	2	2	—	—	1	11
1980	2	1	1	1	—	—	3	8
1981	2	—	—	—	—	1	2	5
1982	—	1	1	—	2	—	—	4
1983	2	—	1	—	—	1	3	7
1984	—	—	—	—	—	—	1	1
1985	—	—	—	—	—	—	1	1
1986	1	—	—	—	—	—	3 (*)	4
Total	12	5	6	3	3	3	15	44

(*) En 1986 fueron autorizadas a instalarse 2 entidades japonesas y 1 canadiense, que no están incluidas en el total de entidades.

CUADRO N.° II

SUCURSALES Y FILIALES DE BANCA EXTRANJERA EN ESPAÑA
(Total entidades y porcentajes)

País	*N.° Bancos*	*%sobre total*
Estados Unidos	12	27,3
Gran Bretaña	5	11,4
Francia	6	13,6
Alemania	3	6,8
Bélgica	3	6,8
Italia	3	6,8
Otros (*)	12	27,3
Total	44	100,0

(*) Bancos árabes, japoneses, sudamericanos, canadienses, etc.

CUADRO N.º III

BANCA EXTRANJERA EN ESPAÑA
ENTIDADES QUE COMPONEN CADA GRUPO

Sucursales		*Filiales*
Algemene Bank NV	First Interstate Bank	Barclays Bank S.A.E.
America	First National Bank	B.N.P. España
Arabe Español, S.A.	Generale Bank B. Belg.	Citibank España, S.A.
Bankers Trust Co	Hong Kong & Shangai	Credit and Commerce
Barclays Bank P.L.C.	Indosuez	Chase Manhattan S.A.E.
Brasil	Manufacturers Hannover	Banco de Londres y América del Sur
Bruxelles Lambert	Midland Bank	Societe Generale de Banque en Espagne
Citibank, N. A.	Morgan Guaranty Trust	Credit Lyonnais
Commerciale italiana	Nacional Argentina	
Commerzbank	National Westminster	
Continental Illinois	Nationale de París	
Credit Commercial France	Nazionale del Lavoro	
Chase Manhattan Bank	Paribas	
Chemical Bank	Real	
Deutsche Bank A.G.	Roma	
Dresdner Bank A.G.	Saudi Español	
Estado de Sao Paulo	Sumitomo Bank	
Exterior de los Andes	Tokyo LTD	

CUADRO N.º IV

VOLUMEN TOTAL DE ACTIVOS DE LA BANCA EXTRANJERA
(En millones de pesetas)

1983		*1984*		*1985*		*1986*	
Sucursales	*Filiales*	*Sucursales*	*Filiales*	*Sucursales*	*Filiales*	*Sucursales*	*Filiales*
1.346.455	704.649	1.632.823	826.513	1.900.661	1.019.689	2.006.341	1.185.989

RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS
(En millones de pesetas)

1983		*1984*		*1985*		*1986*	
Sucursales	*Filiales*	*Sucursales*	*Filiales*	*Sucursales*	*Filiales*	*Sucursales*	*Filiales*
10.775	(2.347)	14.673	(1.831)	15.879	4.941	19.523	3.152

CUADRO N.° V

COMPARACION BALANCES BANCA EXTRANJERA/TOTAL BANCA AÑOS 1983, 1984, 1985 Y 1986

(En millones de pesetas)

	1983			*1984*			*1985*			*1986*		
	Banca extranjera	*Total Banca*	*Banca Ext./ Tot. Banca (%)*	*Banca extranjera*	*Total Banca*	*Banca Ext./ Tot. Banca (%)*	*Banca extranjera*	*Total Banca*	*Banca Ext./ Tot. Banca (%)*	*Banca extranjera*	*Total Banca*	*Banca Ext./ Tot. Banca (%)*
ACTIVOS												
– Coeficientes	49.068	2.819.187	1,74	99.077	4.457.291	2,22	127.562	5.258.748	2,43	125.359	4.787.341	2,62
– Total inversiones Clientes y sistema crediticio	1.868.803	14.545.252	12,85	2.211.542	15.871.587	13.93	2.619.645	17.460.491	15,00	2.861.862	19.409.821	14,74
– Cartera valores	14.853	709.282	2,09	18.338	1.141.511	1,61	28.692	1.518.893	1,89	88.555	1.719.802	5,15
– Otros activos	118.378	1.135.589	10,42	130.381	1.439.410	9,06	144.450	1.412.043	10,23	116.554	1.185.098	9,83
TOTAL ACTIVOS	2.051.102	19.209.310	10,68	2.459.338	22.909.799	10,73	2.920.349	25.650.175	11,39	3.192.330	27.102.062	11,78
PASIVOS												
– Recursos propios y otros recursos sin coste	191.296	2.042.943	9,36	234.823	2.708.139	8,67	287.677	3.092.273	9,30	286.993	3.419.188	8,39
– Financiación de clientes	371.395	12.202.748	3,04	444.518	14.116.950	3,15	546.951	15.432.743	3,54	645.353	15.898.614	4,06
– Financiación sistema crediticio	1.488.411	4.963.619	30,00	1.779.997	6.084.710	29,25	2.085.721	7.125.159	29,27	2.259.984	7.784.260	29,03
TOTAL PASIVOS	2.051.102	19.209.310	10,68	2.459.338	22.909.799	10,73	2.920.349	25.650.175	11,39	3.192.330	27.102.062	11,78

CUADRO N.° VI

COMPARACION CUENTAS DE RESULTADOS BANCA EXTRANJERA/ TOTAL BANCA AÑOS 1983, 1984, 1985 y 1986
(En millones de pesetas)

	1983					1984				
	Banca extranjera	*% s/Total activos*	*Total Banca*	*% s/Total Activos*	*Banca ext./ T. Banca (%)*	*Banca extranjera*	*% s/Total activos*	*Total Banca*	*% s/Total activos*	*Banca ext./ T. Banca (%)*
MARGEN INTERMEDIACION	40.437	1,97	780.627	4,06	5,18	55.201	2,24	884.670	3,86	6,24
Otros ingresos/Gastos	9.670	0,47	168.795	0,88	5,73	13.758	0,56	178.855	0,78	7,69
MARGEN ORDINARIO	50.107	2,44	949.422	4,94	5,28	68.959	2,80	1.063.525	4,64	6,48
Gastos de personal	17.407	0,85	403.084	2,10	4,32	20.897	0,85	443.961	1,94	4,71
Gastos generales	12.564	0,61	170.007	0,89	7,39	15.439	0,63	188.269	0,82	8,20
Amortizaciones	1.539	0,08	31.548	0,16	4,88	1.807	0,07	38.924	0,17	4,64
MARGEN EXPLOTACION	18.597	0,91	344.783	1,79	5,39	30.816	1,25	392.371	1,71	5,31
Otros resultados	1.315	0,06	17.417	0,09	7,55	2.220	0,09	10.088	0,04	22,01
Saneamientos y provisiones	11.484	0,56	235.207	1,22	4,88	20.194	0,82	263.160	1,15	7,67
BENEFICIO CONTABLE	8.428	0,41	126.993	0,66	6,64	12.842	0,52	139.299	0,61	9.22

	1985					1986				
	Banca extranjera	*% s/Total activos*	*Total Banca*	*% s/Total Activos*	*Banca ext./ T. Banca (%)*	*Banca extranjera*	*% s/Total activos*	*Total Banca*	*% s/Total activos*	*Banca ext./ T. Banca (%)*
MARGEN INTERMEDIACION	59.504	2,04	948.963	3,70	6,27	59.329	1,86	1.054.492	3,89	5,63
Otros ingresos/Gastos	13.749	0,47	186.612	0,73	7,37	16.162	0,50	201.407	0,74	8,02
MARGEN ORDINARIO	73.253	2,51	1.135.575	4,43	6,45	75.491	2,36	1.255.899	4,63	6,01
Gastos de personal	24.763	0,85	476.932	1,86	5,19	28.645	0,90	508.189	1,88	5,64
Gastos generales	17.575	0,60	205.038	0,80	8,57	16.483	0,52	219.496	0,81	7,51
Amortizaciones	2.501	0,09	43.631	0,17	5,73	2.568	0,08	41.292	0,15	6,22
MARGEN EXPLOTACION	28.414	0,97	409.974	1,60	6,93	27.795	0,87	486.922	1,80	5,71
Otros resultados	4.588	0,16	38.762	0,15	11,84	2.941	0,09	48.800	0,18	6,03
Saneamientos y provisiones	12.182	0,42	257.207	1,00	4,74	8.061	0,25	311.937	1,15	2,58
BENEFICIO CONTABLE	20.820	0,71	191.529	0,75	10,87	22.675	0,71	223.785	0,83	10,13

CUADRO N.° VII

BALANCES BANCA EXTRANJERA Y PORCENTAJES DE RENDIMIENTO
AÑOS 1983, 1984, 1985 Y 1986
(Millones de pesetas)

	1983		*1984*		*1985*		*1986*	
	Total balance	*Rendimiento (%)*	*Total balance*	*Rendimiento (%)*	*Total balance*	*Rendimiento (%)*	*Total balance*	*Rendimiento (%)*
ACTIVOS								
Coeficientes	49.068	10,21	99.077	8,77	127.562	7,90	125.359	8,19
Inversiones								
— Clientes	1.152.157	15,20	1.316.570	15,28	1.544.018	13,40	1.740.489	12,46
— Sistema crediticio	716.646	10,77	894.972	10,43	1.075.627	9,13	1.121.373	8,26
Cartera de Valores .	14.853	5,01	18.338	10,03	28.692	10,57	88.555	11,32
Otros activos	118.378	—	130.381	—	144.450	—	116.554	—
TOTAL ACTIVOS ..	2.051.102	12,58	2.459.338	12,41	2.920.349	10,90	3.192.330	10,33
PASIVOS								
Recursos propios y otros recursos sin coste	191.296	—	234.823	—	287.677	—	286.993	—
Financiación de clientes	371.395	11,07	444.518	10,41	546.951	8,73	645.353	7,66
Financiación sistema crediticio	1.488.411	11,86	1.779.997	11,44	2.085.721	10,11	2.259.984	9,78
TOTAL PASIVOS ..	2.051.102	10,61	2.459.338	10,16	2.920.349	8,86	3.192.330	8,47

CUADRO N.° VIII

TOTAL INVERSION CREDITICIA EN PESETAS Y MONEDA EXTRANJERA (SALDOS MEDIOS)
AÑOS 1983, 1984, 1985 Y 1986
(Millones de pesetas)

	1983		*1984*		*1985*		*1986*	
	Pesetas	*Moneda extranjera*	*Pesetas*	*Moneda extranjera*	*Pesetas*	*Moneda extranjera*	*Pesetas*	*Moneda extranjera*
SECTOR PUBLICO	**16.935**	**15.163**	**28.040**	**24.535**	**67.551**	**10.144**	**153.094**	**5.012**
SECTOR PRIVADO	**638.140**	**357.674**	**826.170**	**386.800**	**1.069.339**	**373.855**	**1.333.662**	**219.456**
— Cartera Comercial	79.804	1.113	88.479	1.276	81.491	681	83.821	756
— Cartera financiera	8.658	2.455	12.295	2.903	18.734	2.425	36.937	1.449
— Deudores Gtia. real	11.650	1.884	17.128	4.604	27.190	9.912	41.352	9.152
— Deudores plazo	499.460	350.971	677.282	377.622	910.451	360.698	1.129.048	208.003
— Deudores vista	9.803	37	9.241	8	9.773	3	12.645	8
— Deudores tjta. cdto.	98	0	175	0	288	0	478	0
— Cred. participativos	0	0	0	0	24	0	8	0
— Otros deudores	7.622	20	6.226	13	8.225	4	13.670	3
— Cred. y prést. vencidos	21.045	1.195	15.345	375	13.164	134	15.703	86
NO RESIDENTES	284	50.990	324	50.502	711	42.090	2.734	35.543
DEUDORES EN MORA	45.609	11.725	31.697	5.874	32.129	4.602	27.293	5.066
ENDOSOS Y DESCUENTOS	36.519	40	9.669	0	1.766	134	2.191	0
TOTAL INVERSION	**737.487**	**435.592**	**895.900**	**467.711**	**1.171.496**	**430.825**	**1.518.973**	**265.077**
LIBRE	716.565	435.592	848.592	467.711	1.113.254	430.764	1.475.418	265.072
COMPUTABLE	20.922	0	47.041	0	58.242	61	43.555	5

CUADRO N.° IX

ACTIVIDAD CREDITICIA. DISTRIBUCION POR SECTORES ECONOMICOS
(Millones de pesetas)

	1983			*1984*			*1985*			*1986 (septiembre)*		
	Banca extranjera	*Total Banca*	*(*) %*	*Banca extranjera*	*Total Banca*	*(*) %*	*Banca extranjera*	*Total Banca*	*(*) %*	*Banca extranjera*	*Total Banca*	*(*) %*
SECTOR												
Agrícola	5.462	265.084	2	6.502	275.729	2	25.622	321.853	8	7.346	313.097	2
Energético y Químico	375.568	1.869.984	20	397.109	1.938.293	20	447.093	2.242.176	20	446.707	2.282.868	20
Manufacturados	336.797	3.031.153	11	433.040	3.291.483	13	424.790	3.412.625	12	385.804	3.222.060	12
Construcción	17.664	221.265	8	34.349	703.504	5	28.220	671.841	4	24.340	695.760	3
Servicios	144.986	2.795.488	5	176.151	2.452.173	7	228.472	2.735.308	8	230.075	2.905.908	8
Bienes de consumo (individuales)	3.010	491.972	1	3.611	570.706	1	5.245	795.437	1	6.410	953.400	1
Otros	8.008	1.024.348	1	9.055	704.233	1	3.812	495.321	1	5.771	517.190	1

(*) Porcentajes de Banca Extranjera sobre Total Banca. No se dispone de los datos de cierre de 1986 por sectores.

CUADRO N.° X

TOTAL FINANCIACION SISTEMA CREDITICIO EN PESETAS Y MONEDA EXTRANJERA (SALDOS MEDIOS)
AÑOS 1983, 1984, 1985 Y 1986
(Millones de pesetas)

	1983		*1984*		*1985*		*1986*	
	Pesetas	*Moneda extranjera*	*Pesetas*	*Moneda extranjera*	*Pesetas*	*Moneda extranjera*	*Pesetas*	*Moneda extranjera*
TOTAL ACTIVO ...	**205.118**	**511.528**	**248.198**	**646.774**	**342.112**	**733.515**	**508.221**	**614.787**
Tesorería:	184.839	509.734	231.988	642.292	321.572	729.683	480.581	609.907
— Ctas. a Plazo .	43.959	493.774	85.042	622.025	57.844	700.283	206.021	586.843
— Otas cuentas .	6.359	9.996	4.345	9.425	4.602	16.529	6.747	8.685
— Adq. Temp. Activos	65.048	0	101.823	0	172.948	0	175.678	0
— Otros activos .	69.473	5.964	40.998	10.842	86.133	12.871	92.135	14.379
Cuentas Mutuas	19.190	1.380	15.935	3.741	20.567	2.489	27.390	3.355
Mora	1.090	414	55	741	18	1.344	250	1.525
TOTAL PASIVO ...	**601.850**	**886.564**	**750.392**	**1.029.605**	**1.029.692**	**1.056.029**	**1.513.513**	**746.471**
Tesorería	508.070	885.203	668.983	1.028.832	941.172	1.054.234	1.413.562	744.152
— Cuentas a plazo	409.199	877.385	552.971	1.021.388	777.241	1.040.644	1.316.362	732.003
— Otras cuentas	22.910	7.818	25.198	7.136	36.884	13.269	32.089	12.138
— Cesión Temp. activos	75.961	0	90.814	308	127.047	321	65.112	12
Especiales	75.336	700	63.031	65	61.615	0	68.952	0
Financiación Invers.	2.667	0	1.242	0	1.158	134	496	0
Cuentas mutuas	15.777	661	17.136	708	25.747	1.661	30.504	2.319
Posición Tesorería .	(323.231)	(375.469)	(436.995)	(386.540)	(619.645)	(324.551)	(942.437)	(126.738)
Posesión Tesorería + Cuentas especiales .	(398.568)	(376.169)	(500.026)	(386.605)	(691.260)	(324.551)	(1.011.388)	(126.738)
Cuentas Mutuas Neto	3.413	719	(1.192)	3.033	(5.180)	828	(3.017)	1.235
Posición neta	**(396.732)**	**(375.036)**	**(502.194)**	**(382.831)**	**(687.580)**	**(322.514)**	**(1.014.651)**	**(123.959)**

CUADRO N.° XI

CARTERA DE VALORES (SALDOS MEDIOS)
AÑOS 1983, 1984, 1985 Y 1986
(Millones de pesetas)

	1983	*1984*	*1985*	*1986*
TOTAL RENTA FIJA	5.324	10.116	21.853	82.082
Nacionales	4.020	9.055	19.783	76.911
Extranjeros	1.304	1.061	2.070	5.171
TOTAL RENTA VARIABLE	9.529	8.222	6.839	6.473
Nacionales	7.817	5.340	4.819	4.164
Extranjeros	1.712	2.882	2.020	2.309
TOTAL CARTERA VALORES	14.853	18.338	28.692	88.555

CUADRO N.º XII

CREDITOS DOCUMENTARIOS, AVALES Y OTRAS CAUCIONES (SALDOS MEDIOS) AÑOS 1983, 1984, 1985 Y 1986

(Millones de pesetas)

	1983			1984			1985			1986		
	Pesetas	Moneda extranjera	Total	Pesetas	Moneda extranjera	Total	Pesetas	Moneda extranjera	Total	Pesetas	Moneda extranjera	Total
Avales y otras cauciones	85.334	44.071	129.405	123.558	51.530	175.088	138.563	53.606	192.169	152.382	50.174	202.556
Créditos documentarios	2.733	47.209	49.942	5.639	64.738	70.377	4.784	50.164	54.948	9.560	53.744	63.304
Total	88.067	91.280	179.347	129.197	116.268	245.465	143.347	103.770	247.117	161.942	103.918	265.860

CUADRO N.º XIII

BANCA EXTRANJERA EN EUROPA
PORCENTAJES BANCA EXTRANJERA/BANCA NACIONAL

(Datos a 31 diciembre 1984)

País	N.º Bancos Oper.	N.º Bancos Operantes (Extran.)				Total Extranjeros	Porcentaje sobre Banca Nacional
	Total	Países C.E.E.		Otros países			
Bélgica	83	31	37%	28	31%	59	71
Dinamarca	80	2	3%	6	7%	8	10
Alemania	247	40	16%	73	30%	113	46
Francia	406	42	10%	104	26%	146	36
Grecia	33	10	30%	9	28%	19	58
Irlanda	41	17	41%	7	18%	24	59
Italia	163	16	10%	18	11%	34	21
Luxemburgo	117	45	38%	58	50%	103	88
Holanda	85	8	9%	11	13%	19	22
Portugal	14	2	14%	2	14%	4	28
Reino Unido	690	84	12%	319	46%	403	58
España (*)	135	24	18%	20	14%	44	32

(*) Datos a 31 de diciembre de 1985.

COLABORACIONES

CAMBIOS RECIENTES EN LA NORMATIVA FINANCIERA

CAMBIOS EN LA REGULACION DE LAS ENTIDADES DE DEPOSITO DURANTE EL BIENIO 1985-1986

Se examinan en este artículo los cambios legislativos más importantes que han afectado a bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito durante los dos últimos años. Ha sido en realidad un bienio pródigo en modificación de la normativa de las entidades de depósito y, en general, de muy diversos aspectos del sistema financiero. **Joaquín Latorre Díez** se detiene especialmente en un análisis de la nueva regulación de las inversiones obligatorias y del recién creado coeficiente de recursos propios, y analiza las consecuencias derivadas en otras materias, tales como limitaciones de riesgos, apertura de oficinas, constitución de reservas, etcétera.

Se recoge también una síntesis del proceso seguido para la adaptación de la normativa bancaria al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea y las últimas reformas, ya en los primeros meses de 1987, que han supuesto una reducción sustancial en el coeficiente de inversiones obligatorias y la anunciada liberalización de determinados pasivos y comisiones bancarios.

LOS cambios legislativos y reglamentarios operados durante el bienio 1985-1986 deben considerarse como un paso importante en la reforma permanente del sistema financiero español, iniciada ya a partir de la ordenación del crédito y la banca de 1962, y que ha tenido jalones significativos en los años 1969 (reforma de la estructura de los tipos de interés), 1971 (régimen del crédito oficial y reorganización del sistema financiero), 1974 (culminación de la desespecialización bancaria y otras reformas financieras del mes de agosto), 1977-1978 (reducción de los coeficientes de inversión de las cajas de ahorros, reforma estructural de estas instituciones, nuevo marco jurídico de las cooperativas de crédito y normativa sobre la presencia de la banca extranjera) y 1981 (liberalización de los tipos de interés y de los dividendos bancarios).

En los primeros meses de 1985 se introduce una modificación sustancial, aunque transitoria, del coeficiente de inversión, en espera de la aprobación de un proyecto de ley que estaba gestándose desde hacía más de dos años. Y al finalizar 1986 queda pendiente una amplia liberalización del sistema financiero que afectará, por un lado, a la retribución de determinados pasivos bancarios, todavía sujetos a una fijación administrativa de sus tipos de interés, y, como contrapartida, a una aceleración del proceso de reducción de las inversiones obligatorias de las entidades de depósito. Unas y otras han culminado con las disposiciones publicadas en los primeros días de marzo y últimos de febrero, respectivamente.

Sin duda, la modificación de más trascendencia ha sido la nueva regulación del coeficiente de inversión y la sustitución del antiguo coeficiente de garantía por otro de recursos propios. Y no sólo por la nueva ordenación, más liberalizadora, de las inversiones obligatorias y por el distinto tratamiento para asegurar la solvencia de las entidades, sino a la vez por la incidencia que tales cambios han tenido en otras regulaciones que pueden considerarse marginales, como las referentes a los límites cuantitativos de riesgo, operaciones de ahorro vinculado, distribución de beneficios y constitución de reservas, apertura de oficinas, etcétera.

Se ha simplificado notablemente la regulación de las cuentas extranjeras en pesetas, reduciéndolas a dos únicos tipos, en atención a la posibilidad o no de conversión en divisas y transferibilidad al exterior de sus saldos, y se ha culminado la aproximación en el tratamiento contable de las operaciones de bancos y cajas de ahorros con la formulación de balances y estados financieros comunes, tanto públicos como confidenciales.

La publicación de unas normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros, cuya ley ya suscitó polémicas en su fase de elaboración de proyectos, ha tenido un desarrollo accidentado, con interposición de recursos cruzados entre el gobierno central y algunas comunidades autónomas, y, pese a que preveía un proceso de

adaptación de hasta diecisiete meses, no ha podido cerrarse en los plazos previstos, estando todavía pendientes las resoluciones de los recursos contencioso-administrativos y de inconstitucionalidad, por lo que, en cualquier caso, las renovaciones de los órganos de gobierno de algunas de estas entidades tendrán un cierto aire de provisionalidad.

Otras modificaciones no menos importantes se refieren a la nueva regulación del mercado de divisas a plazo, así como a una reordenación del de contado y una mayor liberalización de las franquicias dinerarias para viajes al extranjero. También se ha procedido a una regulación de los convenios sobre tipos de interés futuros, y en materia de riesgo país se ha producido una elevación sustancial de los niveles mínimos de cobertura en los riesgos correspondientes a países clasificados como muy dudosos, dudosos o con dificultades transitorias.

Queda, por último, todo el proceso legislativo para adaptar la normativa de los establecimientos de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea, que había cubierto, en una primera etapa, la modificación de normas con rango de ley y se ha completado, ya en 1987, con los cambios exigidos en las normas reglamentarias y administrativas.

I. NUEVA REGULACION DE LOS RECURSOS PROPIOS

1. Objetivos de la regulación

La nueva regulación introducida por la Ley 13/1985, de 25 de mayo, pretende asegurar un volumen suficiente de recursos propios de las entidades de depósito, no ya en proporción con los depósitos o financiaciones recibidos, sino en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos. La nueva concepción del coeficiente ofrece a las entidades una gama amplia de posibilidades para equilibrar y ajustar sus recursos propios, que ya no serán, únicamente, la emisión de capital o la constitución de reservas, pudiendo realizar, alternativamente, una reestructuración de sus inversiones o activos, reduciendo los de mayor riesgo, incrementando los de riesgo menor, o ambas actuaciones simultáneamente. Pueden también emitir deudas subordinadas computables como recursos propios, resultando esta última posibilidad particularmente interesante para aquellas entidades (como las cajas de ahorros) que no pueden acudir a emisiones de capital.

Se produce, también, una considerable simplificación de la normativa anterior sobre limitación de riesgos, al refundir en el nuevo concepto de «suficiencia de recursos propios» una serie de límites anteriores, como los de inmovilizado, grandes riesgos, avales, cartera de acciones y participaciones, o negocios en moneda extranjera. El sistema actual deja en libertad a la entidad para la realización de inversiones y la asunción de riesgos, cubriendo la finalidad asignada a los antiguos límites a ciertos riesgos, mediante un procedimiento de recargos en los niveles de los mismos, tanto para cada clase de activos en particular (1) como para aquellos que excedan de determinados niveles relativos (2).

2. Redefinición de los recursos propios de las entidades de depósito

Es importante señalar que se ha abandonado la tradicional delimitación de los recursos propios como la suma del capital desembolsado y las reservas expresas deduciendo las pérdidas, si las hubiese, procediéndose a elaborar un concepto rigurosamente técnico de recursos propios que ha venido a dar expresión legal y completar los criterios interpretativos que, sobre los mismos, había ido dictando el Banco de España en sucesivas circulares contables.

De acuerdo con lo previsto en los artículos 7.° y 1.°, respectivamente, de la Ley 13/1985 y Real Decreto 1370/1985, los recursos propios de las entidades de depósito están formados por:

a) El capital social de las sociedades, los fondos fundacionales de las cajas de ahorros y las aportaciones que se incorporen al capital social de las cooperativas de crédito. No se considerarán recursos propios el capital no desembolsado y las acciones propias que posea la entidad.

b) Las reservas efectivas y expresas. Deberán deducirse las pérdidas de ejercicios anteriores pendientes de amortizar y las provisionales del ejercicio corriente, en su caso, pudiendo incorporarse los beneficios provisionales del ejercicio corriente hasta un 35 por 100 de los mismos.

c) Los fondos y provisiones genéricos. Por tanto, no se integrarán entre los recursos propios los fondos imputables a una clase determinada de activos o ries-

gos (3), ni los fondos o provisiones para atender compromisos contraídos con el personal.

d) Los fondos de la obra benéfico-social de las cajas de ahorros y de educación y obras sociales de las cooperativas de crédito, computados hasta donde alcance el valor de los inmuebles, propiedad de dichas entidades, a los que se hayan aplicado.

e) Las financiaciones subordinadas, definidas como aquellas que, recibidas por la entidad, se sitúan detrás de todos los acreedores comunes, y siempre que el plazo original de las mismas no sea inferior a cinco años y el plazo remanente hasta su vencimiento no sea inferior a un año. Estas financiaciones subordiandas serán computables como recursos propios por el Banco de España, si bien el conjunto de las mismas no podrá ser superior, en ningún caso, al 30 por 100 de los recursos propios (4), salvo por reducciones sobrevenidas de los restantes recursos propios (5).

3. El nuevo coeficiente de recursos propios

Según el artículo 6° de la Ley 13/1985, los bancos privados, cajas de ahorros y cooperativas de crédito deberán mantener un volumen suficiente de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos. El nivel mínimo de dichos recursos será fijado por el gobierno, previo informe del Banco de España, pudiendo delegar en este último la modificación de ese nivel dentro de los límites que señale, así como la determinación de los porcentajes de valoración de los riesgos.

Novedad importante de la nueva regulación es que la suficiencia de recursos propios se calcula o se mide consolidando los balances y cuentas de resultados con los de otras entidades de depósito u otras entidades financieras que constituyan con ellas una unidad de decisión, en alguno de los tres supuestos siguientes:

- Que la entidad de depósito ejerza control directo o indirecto sobre las demás entidades.
- Que la entidad de depósito sea controlada directa o indirectamente por las otras entidades.
- Que la entidad de depósito y demás entidades financieras sean controladas, directa o indirectamente, por una misma persona o entidad cuyas cuentas no deban consolidarse.

Los números 3 al 6 del artículo 8.° de la Ley definen cuándo se considera controlada una entidad por otra a estos efectos y remite, en cuanto a los criterios para consolidar las cuentas, a las normas que establezca el gobierno a propuesta del Banco de España. En consecuencia, el Real Decreto 1371/1985, de 1 de agosto, ha venido a precisar los objetivos de la consolidación, definiendo el grupo consolidable y determinando las entidades obligadas a realizar y presentar la consolidación así como aquellas empresas no consolidables del grupo económico. La circular del Banco de España 21/1985, de 21 de agosto, ha desarrollado las reglas técnicas para efectuar la consolidación y rendir los estados correspondientes.

Otro Real Decreto de la misma fecha, el 1370/1985, en desarrollo igualmente del título II de la Ley 13/1985, establece en su artículo 2.° que los recursos propios de los grupos consolidados de entidades de depósito, o de las entidades de depósito individuales no pertenecientes a un grupo consolidable, no serán inferiores a la suma de los saldos contables, netos de sus provisiones específicas y de sus amortizaciones, multiplicados por una serie de coeficientes que van desde el 0,25 por 100, para los activos de menor riesgo, hasta el 100 por 100 en los casos de activos ficticios no deducidos de los recursos propios (6).

Con independencia de lo anterior, los recursos propios de los grupos consolidados de entidades de depósito, o de las entidades de depósito individuales no pertenecientes a un grupo consolidable, no serán inferiores al 4 por 100 del conjunto de sus inversiones. Ello quiere decir que los recursos propios exigidos serán la cifra mayor de las que resulten de considerar, por un lado, el coeficiente selectivo según los tipos de riesgo y, por otro, el coeficiente global del 4 por 100 sobre la totalidad de sus activos.

Todas las sucursales y filiales en España de bancos extranjeros, a las que se refiere el Real Decreto 1388/1978, de 23 de junio, considerarán como inversión, a los efectos de calcular su coeficiente de recursos propios, el 50 por 100 de los activos en moneda extranjera que hayan sido financiados en divisas (7).

En los puntos 3 y 4 del artículo 2.° del Real Decreto 1370/1985 se establecen dos tipos de recargos a aplicar a los activos, bien sobre una persona, entidad o grupo económico, bien sobre aquellas entidades con las que exista unidad de decisión pero que no sean consolidables en

virtud de su objeto social. En el primer caso, el recargo por concentración se calculará aplicando dos veces los coeficientes normales por la parte de esos activos que exceda del 1,25 por 100 del balance consolidado del grupo bancario, sin rebasar el 2,50 por 100; tres veces por la parte que exceda del 2,50 por 100, sin rebasar el 5 por 100, y cuatro veces por la parte que exceda del 5 por 100 (8). En el segundo caso se endurecen los procentajes anteriores, que quedan fijados en dos veces por la parte que no exceda del 1,25 por 100; tres veces por la que exceda del 1,25 por 100, sin rebasar el 2,50 por 100; cuatro veces por la que exceda del 2,50 por 100, sin rebasar el 5 por 100; seis veces por la que exceda del 5 por 100, sin rebasar el 7,50 por 100, y diez veces por la que exceda del 7,50 por 100. En la aplicación de estos últimos recargos se agregarán las entidades que pertenezcan a un mismo sector de actividad económica.

4. Los valores industriales y el inmovilizado en la nueva regulación de los recursos propios

Han desaparecido también las limitaciones anteriores, directas o indirectas, para la adquisición y tenencia de valores industriales e inmovilizado. El sistema actual deja en libertad a la entidad para la adquisición de valores industriales siempre que tal inversión esté debidamente cubierta con recursos propios, según el índice de cobertura asignado, que ha quedado fijado en un 8 por 100, que se elevará al 25 por 100 cuando se trate de acciones bancarias o aportaciones a cooperativas de crédito. Las inversiones en inmuebles e instalaciones quedan englobadas en el índice correspondiente al activo real, fijado en un 25 por 100 (9).

Debe tenerse presente, no obstante, que el artículo 9.°, 1. de la Ley 13/1985 autoriza al gobierno, previo informe del Banco de España, para imponer a las entidades de depósito límites máximos, en función de sus recursos propios, a las inversiones en una serie de activos entre los que se encuentran los inmuebles y los valores industriales, si bien el Real Decreto 2254/1985, de 10 de noviembre, no ha desarrollado esta posibilidad.

La adquisición de inmuebles en pago de deudas ha tenido una normativa especial (10) que tendía a no perjudicar la expansión de las entidades de depósito como consecuencia de excesos inevitables de su inmovilizado, que podían disminuir o, incluso, hacer negativa su capacidad de expansión disponible.

Liberalizada la apertura de oficinas en virtud de lo establecido por el artículo 7.° del Real Decreto 1370/1985, ha desaparecido el concepto de capacidad de expansión disponible, al no existir ya las referencias cuantitativas en función de los consumos según el número de habitantes de cada plaza, por lo que únicamente se tratará ahora de corregir el índice de cobertura de tales inversiones con recursos propios, que pasará del 25 por 100 asignado al activo real en general a un 6 por 100 durante los cinco años siguientes a su adquisición (11). Estas adquisiciones se notificarán al Banco de España, que podrá reducir ese plazo si los activos fuesen, por su naturaleza y características, susceptibles de enajenación en plazo menor sin perjuicio patrimonial apreciable para la entidad.

5. Libertad de apertura de oficinas

Con el Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, se da una nueva formulación al principio de libertad de expansión, desligándolo de los anteriores módulos o baremos de consumo y declarando que esta libertad debe entenderse como un aspecto básico de la ordenación del crédito (12). Según el artículo 7.°, 1 «los bancos privados, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, inscritos en los correspondientes registros oficiales, podrán abrir libremente, en cualquier momento, nuevas oficinas en el territorio nacional».

Se mantienen, no obstante, las situaciones especiales de la regulación anterior por motivos específicos, como son las entidades de nueva creación durante los períodos cautelares establecidos para sus primeros años de actuación (13), la banca extranjera instalada en virtud del Real Decreto 1388/1978, que sólo pueden abrir tres oficinas (14), y las cajas de ahorros fuera de la comunidad autónoma en la que radique su sede social o en las cinco grandes ciudades, ya que subsisten las normas de los artículos 5.° y 6.° de la Orden Ministerial de 20 de diciembre de 1979. En estos dos últimos casos no se aplicarán, por supuesto, los anteriores baremos de consumo, y la referencia al cumplimiento de un cierto coeficiente de garantía queda sustituida por la exigencia de no incurrir en insuficiencia de recursos propios.

Las autorizaciones previas del Banco de España exigidas ante-

riormente para la apertura de oficinas, en determinadas situaciones (15) con matices diferenciados para bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, se mantienen ahora generalizadas para todas las entidades de depósito, en los casos siguientes (16):

a) Cuando sufran un deterioro importante de su situación patrimonial y la apertura de nuevas oficinas pueda empeorar esa situación y comprometer su futuro.

b) Cuando no mantengan los coeficientes legales establecidos o incumplan las normas de control y disciplina.

Otro tipo de excepciones al principio de libertad de apertura de oficinas está previsto en la Ley 13/1985, y se configura, también, como exigencia de autorización previa, en este caso del Banco de España o de las comunidades autónomas competentes previo informe de aquél (17):

a) Entidades de depósito cuyos recursos propios no alcancen los niveles mínimos establecidos en función de sus inversiones y riesgos.

b) Entidades de depósito que excedan de los límites máximos individualizados que se establezcan para tales inversiones y riesgos.

Se señala, sin embargo, como medida de adaptación, que estas autorizaciones previas no serán necesarias cuando los niveles de déficit de recursos propios respecto de los mínimos requeridos con carácter general, o referidos individualmente a una persona o entidad, o ambos, en su balance o en el grupo consolidable, estén dentro de unos porcentajes que se fijan para los tres próximos años (18).

Por lo que se refiere a la expansión en el extranjero de bancos y cajas de ahorros, el régimen de autorización ministerial recogido en los decretos de 21 de mayo de 1948 y 3291/1983, de 9 de noviembre, se ha simplificado notablemente con la nueva regulación —única para toda clase de entidades de depósito— que introduce el Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, en su artículo 7.°, 4: «el establecimiento de oficinas en el extranjero, tanto operativas como de representación, requerirá en cada caso autorización del Banco de España, que la concederá o denegará discrecionalmente».

6. Créditos a consejeros y altos cargos de las entidades de depósito

El Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, al referirse al índice de recursos propios exigibles para cada clase de activos, aplica a los créditos concedidos a consejeros, directores generales o asimilados los recargos previstos en el artículo 2.°, 4 para aquellos activos sobre entidades con las que exista unidad de decisión, y a continuación añade, en el apartado 5 del mismo artículo, que «la concesión de estos créditos deberá ser aprobada por el consejo de administración de los bancos y cajas de ahorros o por el consejo rector de las cooperativas de crédito, debiendo comunicarse al Banco de España las operaciones de importe superior a cuatro millones de pesetas». Esta medida era consecuente con los principios generales de libertad de inversiones —siempre que estén debidamente cubiertas con recursos propios suficientes— que inspiran las modificaciones de la normativa al respecto.

Sin embargo, en el mismo número del BOE del día 9 de agosto en que se publicaba el Real Decreto 1370/1985, aparecía también el texto de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros, que reproduce, en su artículo 16.°, 2, con ligeras modificaciones, la normativa anterior del artículo 9.°, 2 del Real Decreto 2290/1977, sobre la necesidad de que para la obtención de créditos por los altos cargos de las cajas de ahorros «exista acuerdo del consejo de administración de la caja y autorización expresa del Banco de España o de la comunidad autónoma respectiva, según proceda», pero otorgándole ahora rango de Ley, que entra en contradicción y debe prevalecer, por lo que se refiere a las cajas de ahorros sobre el criterio liberalizador contenido en el artículo 2.°, 5 del Real Decreto 1370/1985.

El Banco de España ha intentado normalizar esta situación en su circular 28/1985, de 29 de octubre, sobre recursos propios mínimos, mediante una serie de precisiones de su norma 4ª, 2:

- A efectos de los dispuesto en el artículo 5.°, 1 de la Ley 31/1968, de 27 de julio, se concede autorización expresa para que las personas que ocupen los cargos a que la citada norma se refiere puedan obtener créditos, avales y garantías del banco en cuya dirección o administración intervengan, sin perjuicio de que, en todo caso, estas operaciones deban ser aprobadas por el consejo de administración de la entidad, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 5 del

artículo 2.° del Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto.

• Igualmente, y en lo que al Banco de España pueda afectar, queda otorgada autorización expresa para la concesión de créditos, avales y garantías por las cajas de ahorros a las personas de su administración a que se refiere el punto dos del artículo 16.° de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, sobre regulación de órganos rectores de las cajas.

• Los créditos o avales que, amparados en tales autorizaciones, supongan por sí o acumulados un riesgo superior a los cuatro millones de pesetas, a que se refiere el apartado 5 del artículo 2.° del Real Decreto 1370/1985, deberán comunicarse por la respectiva entidad al Banco de España a fin del mes en que se hayan concedido, utilizando el modelo del anexo III de la circular.

Es conveniente, no obstante, analizar las implicaciones jurídicas de los cambios introducidos y cómo repercuten en las distintas entidades de depósito:

a) *Bancos.*

La Ley 31/1968, de 27 de julio, exigía una autorización expresa del Banco de España, exigencia repetida en el Decreto 702/1969, de 26 de abril. Esta autorización expresa no puede ser suprimida por el Real Decreto 1370/1985, y cabe cuestionarse si puede otorgarse con carácter general, como hace la CBE 28/1985.

b) *Cajas de ahorros.*

Debe prevalecer, por su rango jerárquico superior, la normativa de la Ley 31/1985 sobre la del Decreto 1370/1985. La autorización expresa que generaliza la CBE 28/1985 plantea la misma problemática que en el caso anterior, añadiéndose aquí su escasa relevancia, ya que las competencias reales del Banco de España en esta materia han quedado muy limitadas debido a las competencias asumidas por las comunidades autónomas.

c) *Cooperativas de crédito.*

Al estar contempladas las autorizaciones en el Real Decreto 2860/1978 y Orden Ministerial de 30 de junio 1979, es válida la modificación introducida por el Real Decreto 1370/1985. Pero esta modificación no tendrá consecuencias liberalizadoras, sino más bien originará un mayor control: la regulación anterior exigía autorización del Banco de España cuando los créditos a los rectores, en su conjunto, superasen el 10 por 100 de los recursos totales de la entidad; ahora deberá ésta comunicar todos aquellos que, individualmente, rebasen la cifra de cuatro millones de pesetas.

II. EL COEFICIENTE ACTUAL DE INVERSIONES OBLIGATORIAS

1. Principios básicos de la reforma

Al retrasarse la aprobación del proyecto de ley del coeficiente de inversión, que había iniciado sus fases de elaboración ya a principios de 1983, se publica una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 20 de febrero de 1985, por la que se modifican los coeficientes de inversión de los bancos (salvo el del Banco Exterior de España) y de fondos públicos de las cajas de ahorros, con objeto de homogeneizar gradualmente las inversiones obligatorias de unos y otras, aproximándolos, a la vez, a los niveles que se preveían en el proyecto de ley.

Por medio de la Orden de 20 de febrero de 1985 se igualan los coeficientes de fondos públicos de bancos industriales y no industriales con el subcoeficiente de cédulas de inversiones de las cajas de ahorros, en un nivel del 8,50 por 100 (19), y el coeficiente de inversión global de los bancos con el de fondos públicos de las cajas de ahorros, en un 16,50 por 100 (20). Para estas últimas entidades subsistía el coeficiente de préstamos y créditos de regulación especial en un 10 por 100, y no sufrían modificación los coeficientes del Banco Exterior de España y de las cooperativas de crédito. Para los saldos pasivos computables en 31 de diciembre de 1984 se establece un sistema de adaptación regresiva que, partiendo de los niveles de coeficientes anteriores, prevé la igualación con los nuevos en un plazo de cinco años. A las variaciones posteriores respecto de los saldos pasivos computables en 31 de diciembre de 1984 se aplican ya plenamente los nuevos niveles.

Unos meses más tarde se publica ya la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros. Por lo que se refiere al coeficiente de inversión, la exposición de motivos de la Ley analiza los puntos más importantes del cambio que se propugna, que en su aspecto formal tiende a una refundición, sistematización y actualización del esquema del coeficiente generado a lo largo de los últimos años mediante acumulación de disposiciones de distinto rango. No obstante, se invocan otras

razones de carácter sustantivo, que pueden resumirse así:

- La necesidad de redefinir la base de cómputo del coeficiente para que alcance a los nuevos instrumentos de captación de ahorro aparecidos en los últimos años.

- La exigencia de aplicar a todas las entidades de depósito un tratamiento uniforme, suprimiendo las ventajas o agravios comparativos existentes.

- La conveniencia de revisar los tipos de interés de las financiaciones privilegiadas amparadas por los coeficientes, aproximándolos a los de mercado con el fin de evitar subvenciones encubiertas e injustificadas.

- La urgencia de establecer transitoriamente un esquema claro de financiación del déficit presupuestario.

2. Estructura del coeficiente según el Real Decreto 2254/1985

El Título I de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, relativo al coeficiente de inversión, se ha desarrollado por el Real Decreto 2254/1985, de 20 de noviembre. Completan la nueva regulación la Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1985 y la Circular del Banco de España 34/1985, de 27 de diciembre, y todas estas disposiciones configuran un nuevo coeficiente de inversiones obligatorias que responde a la estructura que se expone a continuación por su indudable interés. Es necesario advertir, sin embargo, que el coeficiente implantado por el Real Decreto 2254/1985 ha tenido una vida efímera y, tras poco más de un año de vigencia, y apenas iniciados sus planes de adaptación de pasivos, activos y niveles a la nueva regulación, ha sido ampliamente desbordado en su finalidad liberalizadora por la reciente reforma introducida por el Real Decreto 321/1987 de 27 de febrero.

A) *Activos aptos para invertir*

Los activos en que podrán materializarse las obligaciones de inversión están detallados en el artículo 2.° del Real Decreto 2254/1985, en los trece grupos siguientes:

1. Pagarés del Tesoro y deuda del Estado que el gobierno califique como computable.

2. Cédulas para inversiones.

3. Cédulas emitidas por el Banco de Crédito Agrícola.

4. Créditos para financiar exportaciones, regulados por el Decreto 1838/1974, de 27 de junio (pedido en firme), y Real Decreto 2294/1979, de 14 de septiembre (comprador extranjero).

5. Créditos para financiar la construcción, adquisición y rehabilitación de viviendas, regulados por el Real Decreto 3280/1983, de 24 de diciembre, y disposiciones que lo desarrollen.

6. Créditos participativos de los planes de reconversión y cédulas del Banco de Crédito Industrial, (Real Decreto 2001/1984, de 24 de octubre, artículo 8.° 1).

7. Créditos de reconversión agrícola que en su momento regule el gobierno.

8. Títulos emitidos por las comunidades autónomas y títulos o créditos calificados por ellas como computables.

9. Otras figuras reguladas de créditos a la exportación distintas de las mencionadas en el apartado 4.

10. Financiación de buques entregados a armadores nacionales, acogidos a los reales decretos 730/1982, de 26 de marzo, y 1271/1984, de 13 de junio.

11. Financiación de capital circulante de astilleros españoles correspondiente a entregas de buques a armadores nacionales a que se refiere el Decreto 670/1974, de 7 de marzo, y disposiciones que lo desarrollen.

12. Créditos para financiar la compra-venta de bienes de equipo en el mercado interior, regulados por la Orden de 23 de diciembre de 1974.

13. El resto de los activos computables en los extinguidos coeficientes de inversión de la banca, fondos públicos y préstamos de regulación especial de las cajas de ahorros, e inversión y préstamos de regulación especial de las cooperativas de crédito (21).

El propio Real Decreto 2254/1985 formula una serie de matizaciones referidas a ciertos activos computables y la reducción paulatina de los porcentajes máximos de financiación de algunos de ellos:

- Grupos 9 y 11: los porcentajes máximos de financiación computable sobre las bases de sus propias normas reguladoras se irán reduciendo por décimas partes de su valor al comienzo de cada semestre natural, aplicándose los porcentajes reducidos a las operaciones formalizadas a partir de la fecha de cada reducción. (Se exceptúan las operaciones de financiación de capital circulante de empresas

exportadoras, que continuarán con el calendario de adaptación de la Orden de 14 de abril de 1982.)

• Grupo 12: los porcentajes máximos de financiación computables sobre las bases establecidas en su norma reguladora se reducirán, de inmediato, al 60 por 100, y en diez puntos porcentuales adicionales al comienzo de cada semestre natural sucesivo.

• Grupo 10: sólo serán computables como inversión obligatoria las financiaciones formalizadas hasta 31 de diciembre de 1988.

• Grupo 8: sólo serán computables por la cajas de ahorros y cooperativas de crédito sobre las que tengan competencias en materia de inversión obligatoria las comunidades autónomas emisoras o calificadoras de estos activos, y hasta los límites que establece el art. 4.° de la Ley 13/1985 (22).

B) *Tramos y niveles*

La estructura del coeficiente para bancos privados (excepto Banco Exterior de España), cajas de ahorros y cooperativas de crédito, responde a dos tramos diferenciados: el de «inversiones especiales» y el de «Deuda del Estado y del Tesoro». El primero contiene un mínimo especial —que no afecta a las cajas rurales—, y otro mínimo de créditos para reconversión industrial, que sólo afecta a la banca.

Los activos descritos en el apartado anterior se articulan en los dos tramos diferenciados en la siguiente forma:

a) *Tramo de inversiones especiales.* Activos de los grupos 2 al 13.

— *Mínimo especial.* Activos de los grupos 2, 4 y 10.

— *Mínimo de reconversión industrial.* Activos del grupo 6.

b) *Tramo de Deuda del Estado y del Tesoro.* Activos del grupo 1.

Por lo que se refiere a la estructura interna de los tramos, se señalan las siguientes particularidades:

• En el mínimo especial del tramo de inversiones especiales, las cajas rurales computarán, exclusivamente, los activos del grupo 3.

• Los créditos a la exportación, a que se refieren los activos de los grupos 4 y 9, que financien operaciones con destino a países miembros de la CEE, no serán computables en el mínimo especial, sino en el tramo general de inversiones especiales (23).

• Las financiaciones computables en el tramo general de inversiones especiales por las cajas rurales se destinarán al fomento de la agricultura, las industrias agrícolas y la mejora del medio rural.

• Con carácter general, se establece que los excedentes que una entidad pueda presentar sobre los mínimos exigidos en cada uno de los dos tramos no serán computables en el otro.

El artículo 5.° de la Ley 13/1985 faculta al gobierno para fijar, en forma de coeficiente, los niveles de las obligaciones de inversión, que no podrán exceder del 35 por 100 de los recursos computables, pudiendo llegar hasta el 15 por 100 en el tramo a cubrir exclusivamente con títulos de deuda emitida por el Tesoro o el Estado, y hasta un 25 por 100 en el conjunto de los restantes activos.

En desarrollo de las facultades otorgadas, el gobierno, por medio del Real Decreto 2254/1985, ha establecido los niveles siguientes:

Tramo de inversiones especiales: 13 por 100.

Mínimo especial: 8 por 100.

Tramo de Deuda del Estado y del Tesoro 10 por 100 (24).

C) *Pasivos computables*

La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 23 de diciembre de 1985, en virtud de las atribuciones conferidas a dicho Ministerio, tanto en la propia Ley como en el Real Decreto (25), viene a determinar los recursos sobre los que se deben calcular las obligaciones de invertir, a la vez que prevé el establecimiento de planes de adaptación y la definición de los conceptos contables y técnicas de cómputo. Estas dos últimas facultades, que eran delegables en el Banco de España (26), pasan a éste según el número 5 de la Orden y han dado lugar a la Circular del Banco de España 34/1985, de 27 de diciembre.

Las obligaciones de invertir se calcularán sobre los pasivos u operaciones de propia financiación detallados en el número 2.° de la Orden de 26 de diciembre de 1983, sobre coeficientes de caja, llegándose así a una equiparación total de los pasivos computables en ambos coeficientes (27).

Los planes de adaptación transitorios se desarrollan en dos direcciones diferentes. Por un lado, afectan a la incorporación a la base de cálculo de los nuevos recursos, que ahora se definen como computables y antes no lo eran. En segundo lugar, re-

ducen paulatinamente los niveles o porcentajes con objeto de lograr, en los plazos previstos, una equiparación con los actuales, sensiblemente más bajos.

Así se establece, en el número 2.°, 1 de la Orden de 23 de diciembre de 1985, que los recursos que no eran computables en los coeficientes anteriores se incorporarán a la base de cómputo del tramo de inversiones especiales, de acuerdo con una serie de reglas que pueden resumirse como sigue:

a) Incorporación inmediata.

— La variación neta de cada clase de recursos respecto de noviembre de 1985.

— El saldo a noviembre de 1985 de los que pertenezcan a los conceptos f) y g) del número 2.° de la Orden de 26 de diciembre de 1983 (28).

b) Incorporación diferida.

— El saldo a noviembre de 1985 de los recursos pertenecientes al concepto d) de la mencionada Orden se incorporan mensualmente a la base de cómputo por veinticuatroavas partes, a partir de diciembre de 1987 (29).

En el tramo de Deuda del Estado y del Tesoro los nuevos pasivos se incorporan de inmediato (30).

D) *Cumplimiento de la obligación de invertir*

El segundo aspecto de los planes de adaptación se refiere a los porcentajes o niveles de cumplimiento, que también aquí tienen un tratamiento distinto en cuanto al tramo de Deuda del Estado o del Tesoro: el porcentaje mínimo a invertir será de inmediata aplicación para los bancos privados y las cajas de ahorros, mientras que en el caso de las cooperativas de crédito se aplicará de inmediato a las variaciones de los recursos computables que se produzcan entre noviembre de 1985 y el mes anterior a aquel al que se refiere la inversión; para los recursos a aquella fecha se aplicará, a fin de enero de 1986, un coeficiente de 0,25 por 100, que se incrementará mensualmente en igual importe hasta diciembre de 1986 inclusive; en un 0,5 por 100 en los meses siguientes hasta diciembre de 1987; y en un 1 por 100 en enero de 1988, hasta alcanzar el porcentaje vigente.

En el caso de bancos y cajas de ahorros, se considerará cumplida la obligación de invertir en el tramo de Deuda del Estado y del Tesoro cuando en todos y cada uno de los días de las decenas iniciadas los días 10, 20 y último de cada mes (o primer día hábil siguiente si aquéllos fuesen festivos), la entidad presente activos de cobertura que signifiquen, al menos, el porcentaje establecido en cada momento, aplicado sobre sus recursos computables en el coeficiente de caja del último día del mes anterior, del día 10 y 20 del mismo mes, respectivamente. Y en las cooperativas de crédito, cuando el último día hábil de cada mes, y todos y cada uno de los que le siguen hasta el próximo, presenten activos de cobertura que signifiquen, al menos, el porcentaje establecido en cada momento, aplicado sobre sus recursos del último día del mes anterior computables en el coeficiente de caja, aplicando, transitoriamente, hasta enero de 1988, el procedimiento mixto sobre recursos en noviembre de 1985 y variaciones posteriores, descrito en el párrafo anterior (31).

En el tramo de inversiones especiales (con su mínimo especial y el porcentaje mínimo destinado a reconversión industrial, en su caso) se considera que una entidad cumple la obligación de invertir cuando los activos de cobertura del último día hábil del mes de que se trate alcancen, al menos, los porcentajes mínimos señalados sobre los recursos computables del mes anterior. En virtud de los planes de adaptación fijados para este tramo, en los sesenta meses siguientes a enero de 1986, inclusive, el cálculo de los activos de cobertura exige la descomposición de los recursos computables en dos sumandos, tal como se ha visto anteriormente: el primero, de importe igual a los antiguos pasivos computables en noviembre de 1985, y el segundo, por las variaciones posteriores. Sobre el primer sumando, según entidades, se aplicará un porcentaje variable en función del tiempo que vaya transcurriendo, y sobre el segundo sumando, los porcentajes nuevos establecidos en los números 1 y 2 del artículo 5.° del Real Decreto 2254/1985 (32). Los activos mínimos de cobertura vienen determinados por la suma algebraica de ambos sumandos, tal como se detalla en el anexo II de la Circular del Banco de España 34/1985, de 27 de diciembre.

El Real Decreto 2254/1985 deroga el número 6.° de la Orden de 26 de diciembre de 1983, y establece en el artículo 8.° un régimen común a los coeficientes de caja e inversión para la cobertura de los déficit transitorios en las obligaciones respectivas, y en los expedientes sancionadores que pueda incoar el Banco de España.

Las entidades de depósito podrán financiar inversiones espe-

ciales de otras entidades, e incluir los fondos cedidos entre los activos de cobertura de sus inversiones obligatorias. La entidad financiada restará los fondos tomados de sus propios activos computables y ambas, cedente y tomadora de fondos, deberán aplicarlos y restarlos, respectivamente, a los tramos o subtramos que se cubren con activos de la misma naturaleza (33).

E) *Tipos de interés*

La exposición de motivos de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, apuntaba ya, como uno de los fines sustanciales de la reforma del coeficiente de inversión, la conveniencia de revisar los tipos de interés de las financiaciones privilegiadas, aproximándolos a los del mercado. En este sentido, el artículo 3.°, 3 faculta al gobierno para exigir que los activos calificados para cubrir las obligaciones de inversión estén dentro de unos límites máximos y mínimos de rentabilidad.

Desarrollando esta facultad, el Real Decreto 2254/1985, de 20 de noviembre, ha establecido un principio general aplicable a las operaciones crediticias de los activos de los grupos 7, 8, 9, 11 y 12 descritos en el artículo 2.° del propio Decreto, cuya rentabilidad efectiva no deberá ser inferior a la rentabilidad media durante el semestre natural precedente de los pagarés del Tesoro, emitidos a un año o más, ni superior a la misma rentabilidad incrementada en dos puntos (34).

Quedan fuera del procedimiento anterior los pagarés del Tesoro, ya que su rentabilidad se determina en las subastas efectuadas por el Banco de España; las cédulas para inversiones, cuyo tipo de interés se fija anualmente en los reales decretos que establecen la cifra a emitir como consecuencia de las previsiones de las respectivas leyes de Presupuestos; las cédulas del Banco de Crédito Agrícola, los créditos participativos de planes de reconversión industrial y las cédulas emitidas por el Banco de Crédito Industrial, que se rigen por las normas determinantes de su creación.

Se regulan también por lo previsto en sus normas específicas los créditos para financiar la construcción, adquisición y rehabilitación de viviendas, las financiaciones de buques de los armadores nacionales y, en general, los créditos para financiar exportaciones, con la salvedad, en estos casos, de que los destinados a países de la CEE serán siempre libres (35).

Por último, deben considerarse aquellos activos computables anteriormente y que han dejado de serlo con la nueva regulación. El artículo 2.° del Real Decreto 2254/1985 establece que seguirán en el coeficiente aquellos computados con anterioridad a 1 de enero de 1986. Estas operaciones se regirán, en cuanto a tipos de interés, por las normas que fuesen de aplicación en el momento de su formalización.

3. Nuevo planteamiento del coeficiente de inversiones obligatorias: Real Decreto 321/1987

El desarrollo reglamentario del Título I de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, efectuado por el Real Decreto 2254/1985, de 20 de noviembre, ha quedado totalmente modificado por una nueva formulación de las obligaciones de invertir de las entidades de depósito, como consecuencia del reciente Real Decreto 321/1987, de 27 de febrero. El gobierno ha actuado en dos de los campos de su competencia: determinación de los activos en que deben materializarse las obligaciones de invertir y fijación de los niveles del coeficiente.

El anterior catálogo de trece activos computables del artículo 2.° del Decreto 2254/1985 queda ahora reducido a sólo los tres siguientes: a) pagarés del Tesoro y deudas del Estado o Tesoro que el gobierno califique en el futuro como computables; b) títulos emitidos por las comunidades autónomas y títulos o créditos calificados por ellas como computables; c) activos cuya finalidad sea el fomento de la agricultura, en determinadas condiciones. Una disposición transitoria establece que serán, asimismo, computables hasta su extinción el resto de los activos del Real Decreto 2254/1985 adquiridos por las entidades con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva normativa.

Por lo que se refiere a los niveles del coeficiente, el que ha variado sustancialmente ha sido el anterior tramo de «inversiones especiales», que pasa de un 13 por 100 al 1 por 100, y puede pensarse que no ha desaparecido del todo porque las facultades del gobierno no le permitían anular totalmente las «obligaciones de invertir» a que se refiere el artículo 3.°, 1 de la Ley 13/1985, quedando el actual nivel del 1 por 100 como un coeficiente puramente testimonial.

El nivel global del coeficiente actual se establece en un 11 por 100 de los recursos computables, y dentro de este porcentaje los bancos privados (excepto el Banco Exterior de España), las cajas de ahorros y las coopera-

tivas de crédito no rurales, destinarán un mínimo del 10 por 100 de sus recursos computables a la inversión en pagarés del Tesoro. Para las cajas rurales este porcentaje mínimo se fija en el 8 por 100. El resto de la inversión debe deducirse de lo que afirma el Real Decreto 321/1987 y de lo que establecía la Ley 13/1985, en sus artículos 4.°, 1 y 5.°, 4.

Aunque existe una cierta contradicción entre alguna expresión del artículo 3.°, 2 del Real Decreto y los contenidos de la Ley, una interpretación respetuosa con el rango de esta última permite concluir que los bancos podrán completar el 11 por 100 con los activos computables anteriormente, hasta su extinción, y eventualmente con más pagarés del Tesoro. Las cajas de ahorros y cooperativas de crédito podrán destinar, con carácter de máximo, hasta un 0,20 por 100 de sus recursos computables a títulos o créditos emitidos o calificados por la comunidad autónoma respectiva (art. 4.°, 1 de la Ley) y el 0,80 por 100 restante en la misma forma que los bancos. Las cajas rurales deberán destinar el 2,75 por 100 a inversión cuya finalidad sea el fomento de la agricultura, las industrias agrícolas, agroalimentarias o pesqueras y la mejora del medio rural, y a títulos emitidos por el Banco de Crédito Agrícola con esta finalidad (artículo 3.°, 2 del Real Decreto en relación con el artículo 5.°, 4 de la Ley) pudiendo invertir el 0,25 por 100 restante en títulos o créditos emitidos o calificados por la comunidad autónoma respectiva (artículo 4.°, 1 de la Ley).

El Banco Exterior de España queda sujeto al mismo nivel de inversión obligatoria que el resto de las entidades, pero los activos en que materialice ese porcentaje deberán ser créditos para financiar exportaciones dirigidas a países que no pertenezcan a la Comunidad Económica Europea, y que estén incluidas en el ámbito de aplicación de los acuerdos internacionales sobre crédito a la exportación con apoyo oficial en los que participe nuestro país.

Se ha modificado, también, el sistema anterior para calcular la rentabilidad de ciertos activos computables, basado en el comportamiento de los pagarés del Tesoro. El artículo 4.°, 1 del nuevo Real Decreto toma como base mínima el rendimiento medio bruto ponderado en la Bolsa de Comercio de Madrid de la deuda del Estado a medio y largo plazo durante el semestre precedente, y establece una banda de oscilación de hasta dos puntos más.

Paralelamente al Real Decreto 321/1987, y con la misma fecha, se ha publicado el 322/1987, sobre medidas de apoyo oficial al crédito a la exportación, que establece las condiciones para que puedan aplicarse las subvenciones previstas en la Ley 11/1983, de 16 de agosto, a determinadas financiaciones de exportaciones otorgadas por las entidades de depósito, que ahora ya no son computables en el coeficiente de inversión obligatoria.

III. NUEVA FORMULACION DE LAS CUENTAS EXTRANJERAS EN PESETAS

Continuando el proceso de liberalización del control de cambios, se ha producido una modificación sustancial del sistema de cuentas extranjeras en pesetas que, a partir de la entrada en vigor del Real Decreto 1723/1985, de 28 de agosto (36), van a quedar reducidas a dos tipos: «cuentas extranjeras de pesetas convertibles» y «cuentas extranjeras de pesetas ordinarias», gozando las primeras de la convertibilidad de sus saldos. Desaparecen así las cuentas de ahorro del emigrante (37), las cuentas bancarias de pesetas con Andorra y las cuentas corrientes y de ahorro postales de no residentes, cuyos saldos se traspasaron con fecha 1 de enero de 1986 a «cuentas extranjeras de pesetas convertibles» abiertas a nombre de los mismos titulares. De igual forma, se suprimen las cuentas extranjeras en pesetas interiores, las cuentas en pesetas ordinarias a turistas y las cuentas ordinarias de pesetas para contratos de obras, cuyos saldos han pasado a engrosar, desde el 1 de enero de 1986, las nuevas «cuentas extranjeras de pesetas ordinarias».

Las cuentas extranjeras de pesetas convertibles siguen reguladas básicamente por la Orden de 23 de enero de 1981, aunque otra Orden de 30 de enero de 1986 ha dado nueva redacción a algunos apartados de la anterior (38), destacando entre las modificaciones el hecho de que las personas físicas de nacionalidad extranjera o española residentes en España que, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley y Real Decreto sobre régimen jurídico de control de cambios, tengan la condición de no residentes respecto al patrimonio constituido en el exterior hasta su toma de residencia en España, o durante el tiempo de no residencia, podrán ser titulares de cuentas extranjeras de pesetas convertibles en las condiciones y con los requisitos que se establezcan por el Ministerio de Economía y Ha-

cienda y por el Banco de España (39). Con la nueva regulación, las cuentas de pesetas convertibles sólo podrán presentar saldo deudor por descubiertos originados por el pago de créditos documentarios.

Una resolución de la Direccion General de Transacciones Exteriores, de 20 de diciembre de 1985, completada y aclarada por la Circular 33/1986, de 8 de marzo, de la misma Dirección General, ha dictado las normas operativas de las cuentas extranjeras de pesetas ordinarias, sentando el principio de la no convertibilidad de sus saldos, excepto en los casos que se especifican en los apartados 5 y 7 de la propia resolución (40). Los saldos pueden ser utilizados para gastos de residencia o para realizar inversiones en España.

Los tipos de interés de las cuentas extranjeras de pesetas convertibles serán establecidos libremente por las entidades delegadas en que están abiertas las cuentas, tal como ya señalaba el número 5° de la Orden de 23 de enero de 1981. Respecto a las cuentas extranjeras de pesetas ordinarias, la resolución citada anteriormente determina que el régimen de tipos de interés será el mismo que tengan fijado las cuentas de pesetas ordinarias abiertas a residentes, aunque las cantidades abonadas por concepto de intereses podrán ser transferidas al exterior (41).

IV. BALANCES PUBLICOS Y CONFIDENCIALES COMUNES A BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

Hasta fecha reciente, se había mantenido una cadencia temporal sucesiva entre las órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda y las circulares del Banco de España que determinaban los modelos de balances públicos y confidenciales de las entidades de depósito. Las primeras establecían un modelo de balance público y facultaban al Banco de España para que, mediante circulares, estableciese los contenidos del balance confidencial, señalando las correlaciones o equivalencias entre unos y otros. Así, se producía un cierto paralelismo que, en la regulación inmediatamente anterior a la actualmente vigente, era como sigue: Orden Ministerial de 3 de marzo de 1980 y CBE 3/1981, de 23 de enero (cooperativas de crédito); Orden Ministerial de 13 de abril de 1981 y CBE 20/1981, de 20 de junio (cajas de ahorros), y Orden Ministerial de 16 de julio de 1982 y CBE 16/1982, de 11 de agosto (bancos).

Esta simetría, sin embargo, se ha roto recientemente, La similitud de la problemática financiera de bancos y cajas de ahorros aconsejaba la unificación en un solo texto de las ya muy aproximadas circulares del Banco de España 20/1981, de 30 de junio, y 16/1982, de 11 de agosto, asegurando así la igualdad en el tratamiento contable de bancos y cajas de ahorros. Fruto de ello ha sido la nueva Circular 19/1985, de 23 de julio, en la que se formulan los modelos de balances, cuentas de resultados y estados complementarios de carácter confidencial, comunes para bancos y cajas de ahorros, que ha incorporado, entre otras novedades, el tratamiento de nuevos supuestos como las financiaciones subordinadas, créditos participativos y fondos de pensiones, y la modificación de algunos criterios contables referentes a la valoración y reflejo en la cuenta de resultados de las operaciones en moneda extranjera y al tratamiento de las operaciones a descuento, activas o pasivas. Es importante la habilitación de un procedimiento para la entrega de los datos por las entidades en soporte informatizado.

En el nuevo tratamiento contable de la moneda extranjera destaca el reflejo de las diferencias de cambio en la cuenta de resultados: como principio general, se establece que sólo tendrán entrada en dicha cuenta las diferencias de cambio efectivamente realizadas. Se adopta el *fixing* como criterio de valoración tanto de las cuentas patrimoniales como en el caso de operaciones a plazo de cobertura de financiaciones en divisa distinta, abandonando los cambios de comprador e histórico, respectivamente, que venían utilizándose hasta entonces.

En cuanto a las operaciones a descuento, activas o pasivas, se mantiene la valoración por el nominal, pero se crea una cuenta compensadora, invariable hasta el vencimiento del efecto, que permite obtener, por diferencia, información sobre los valores iniciales, extremo éste que no podía conocerse con el sistema anterior.

Las adquisiciones o cesiones temporales de pagarés del Tesoro, que venían valorándose por el nominal, se valoran a partir de 1 de enero de 1986 por el precio de adquisición o venta, respectivamente, con objeto de homogeneizar su tratamiento con el de los demás activos financieros.

Unos meses después, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 13 de noviembre de 1985 ha establecido los mo-

delos de balances y cuentas de resultados públicos comunes también para bancos y cajas de ahorros, y la Circular del Banco de España 33/1985, de 17 de diciembre, ha determinado las correlaciones entre estos documentos públicos y los confidenciales introducidos por la anterior Circular 19/1985, de 23 de julio.

En realidad, cuando el Banco de España publica la Circular 19/1985, en el mes de julio, está actuando en virtud de las facultades que le otorgaban las órdenes de 13-4-81 y 16-7-82 y se adelantaba a establecer un nuevo balance confidencial, en este caso común, para bancos y cajas de ahorros, pero no puede incorporar a esa circular la tabla de correlación con el balance público, a la espera de que, por parte del Ministerio de Economía y Hacienda, se estableciesen los nuevos modelos de balances públicos comunes, también, a bancos y cajas de ahorros. Cuando esto último se produce por la Orden de 13 de noviembre de 1985, con esa misma fecha el Banco de España emite su circular 33/1985, con las equivalencias y correlaciones entre ambos.

V. REGULACION DE LAS NORMAS BASICAS SOBRE ORGANOS RECTORES DE LAS CAJAS DE AHORROS

El Real Decreto 2290/1977, de 7 de julio, vino en su momento a regular las funciones y los órganos de gobierno de las cajas de ahorros, con la finalidad, declarada en su exposición de motivos, de dotarlas de altos grados de libertad en su operativa y de representatividad en sus instituciones rectoras. Ahora, la normativa de este Decreto ha quedado profundamente modificada por la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros, si bien en sus disposiciones transitorias se preveía un período de adaptación para la constitución de los nuevos órganos de gobierno que podía llegar hasta 17 meses a partir del día siguiente al de la publicación de la Ley en el BOE (42), determinando la propia Ley que «en tanto no se haya producido la constitución de la nueva Asamblea General, el gobierno, representación y administración de las cajas de ahorros seguirán atribuidos a sus actuales órganos de gobierno» (43).

Los pasos que debía seguir la adaptación de los órganos rectores de las cajas a la nueva regulación pueden resumirse así:

a) Adaptación de estatutos y reglamentos, en el plazo de seis meses a contar desde la publicación del desarrollo legislativo por las comunidades autónomas de las normas básicas de la Ley y, en todo caso, dentro del término de diez meses desde la publicación de la misma.

b) Elevación de estatutos y reglamentos al Ministerio de Economía y Hacienda o a la comunidad autónoma respectiva para su aprobación en el plazo de tres meses.

c) Constitución de la Asamblea General, dentro de los cuatro meses siguientes a la aprobación de estatutos y reglamentos.

d) Designación de los vocales del Consejo de Administración y de los miembros de la Comisión de Control.

Las innovaciones más destacables de esta Ley se refieren a la composición de la Asamblea General —y consecuentemente del Consejo de Administración— en la que tiene entrada una representación de las corporaciones municipales de hasta un 40 por 100 de los consejeros generales, designados directamente por las propias corporaciones, a la vez que desaparece la representación anterior de entidades de carácter científico, cutural o benéfico de reconocido arraigo en el ámbito territorial de las cajas, salvo que sea detraída de la otorgada a las personas o entidades fundadoras de las mismas, que se fija, ahora en un 11 por 100. Los impositores tendrán una participación del 44 por 100 de los consejeros generales, y los empleados un 5 por 100. Los consejeros se nombrarán por un período máximo de cuatro años, pudiendo ser reelegidos por otro período igual y único, reduciéndose de 75 a 70 años la edad máxima de los vocales del Consejo de Administración. Desaparece la Comisión de Obras Sociales, cuyas funciones son asumidas por el Consejo de Administración, y se limitan las atribuciones del Director General a su estricto componente profesional y de gestión.

El propio título de la Ley «... regulación de las normas básicas...», ciertas consideraciones de la exposición de motivos y el contenido de la disposición final 4ª, 3, excluyendo ciertos preceptos del expresado carácter de norma básica, hacen referencia a una de las competencias exclusivas del Estado, prevista en el artículo 149, 1, 11ª de la Constitución: establecer las normas básicas de la ordenación del crédito. Habiendo asumido las distintas comunidades autóno-

mas competencias sobre cajas de ahorros, esta Ley pretende «establecer un marco estatal básico de la representación, organización y funcionamiento de los órganos de decisión de las cajas de ahorros que pueda ser desarrollado por las comunidades autónomas para ajustarlo con mayor concreción a las características peculiares de sus territorios» (44).

Sin embargo, la Generalidad de Cataluña y la Junta de Galicia habían publicado, poco antes, sus propias leyes de cajas de ahorros, con un planteamiento diferente del de la Ley 31/1985 sobre la composición de sus órganos de gobierno, e interpusieron sendos recursos de inconstitucionalidad contra la Ley estatal. El presidente del gobierno, por su parte, también recurrió ante el Tribunal Constitucional ciertos contenidos de las leyes de Cataluña y Galicia.

Las normas de la Ley estatal se han desarrollado por el Real Decreto 798/1986, de 21 de marzo. A su vez, las distintas comunidades autónomas fueron publicando decretos que, en los casos de Cataluña y Galicia, deberían desarrollar sus propias leyes sobre cajas de ahorros y en las demás comunidades autónomas habrían de suponer una adaptación a sus propios ámbitos territoriales de las disposiciones del Real Decreto 798/1986. Sin embargo, han surgido nuevas dificultades que han respondido a muy distintas motivaciones. En los casos de Cataluña y Galicia, al estar sus propias leyes suspendidas (45), tuvieron que publicar decretos que desarrollasen la parte no recurrida de sus normas legales respectivas y aquellos contenidos de la regulación estatal que no habían sido impugnados por ellas mismas, en un equilibrio difícil de lograr. Con el resto de las comunidades autónomas han surgido conflictos a la hora de interpretar los criterios de representación para adaptar la regulación estatal: representación por municipios en los que están establecidas las oficinas de las cajas de ahorros, importe de los pasivos de las mismas, representación por partidos políticos en los distintos ayuntamientos, etcétera.

Esta situación ha llevado a una nueva tanda de impugnaciones por parte del gobierno central que ha recurrido ante el Tribunal Constitucional determinados artículos del Decreto 127/1982, de 17 de abril, que desarrollaba la ley gallega de cajas de ahorros, que ha quedado suspendida, y, tras solicitar por vía de cooperación la modificación de determinados contenidos de las disposiciones reglamentarias de varias comunidades autónomas, ha planteado recursos ante la jurisdicción contencioso-administrativa contra normas publicadas por 11 comunidades autónomas (46).

Todo ello ha alterado el ritmo de aplicación del proceso de modificación de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros, que debería haber quedado ultimado el día 9 de enero de 1987, lo que se traduce en que en esta fecha la renovación está detenida en 4 Comunidades (Islas Baleares, Castilla y León, Cataluña y Galicia), y se ha retrasado en otras 3 (Canarias, Navarra y País Vasco).

Nueva regulación de los órganos de gobierno de la Confederación Española de Cajas de Ahorros

También se ocupa la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de los órganos de gobierno de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, que sufren una profunda modificación, pudiendo señalarse como cambios más notables los siguientes:

a) Los directores generales de las cajas de ahorros no serán consejeros de la Asamblea General de la CECA. Podrán asistir a sus sesiones, con voz pero sin voto.

b) El número de votos en la Asamblea General será siempre proporcional al volumen de depósitos de cada caja.

c) En el Consejo de Administración de la CECA no habrá más de un representante por cada caja.

d) El Consejo de Administración de la CECA estará formado por presidentes de consejos de Administración que sean miembros de la Asamblea General y por directores generales de las cajas de ahorros, y cada uno de estos grupos tendrá un número de representantes no inferior a un tercio del total.

e) En el Consejo de Administración estarán representadas todas las comunidades autónomas a través de representantes de cajas de ahorros con sede social en cada una de ellas.

f) El presidente del Consejo de Administración será nombrado por este órgano de entre sus miembros que sean, a su vez, presidentes de consejos de Ad-

ministración de cajas de ahorros. Este presidente así elegido lo será también de la Confederación y de la Asamblea General de la misma.

g) El director general de la CECA asistirá con voz, pero sin voto, a las reuniones de la Asamblea General y del Consejo de Administración.

h) Podrá formar parte de la Comisión de Control de la CECA un representante de la Administración central elegido entre personas con capacidad y preparación técnica adecuadas, que asistirá a las reuniones de la Comisión con voz, pero sin voto.

VI. ADAPTACION DE LA NORMATIVA ESPAÑOLA SOBRE ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO AL ORDENAMIENTO JURIDICO DE LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA

Desde el punto de vista de la técnica jurídica empleada, es interesante analizar los pasos seguidos para la adhesión de España a la CEE y para la aplicación en España del derecho comunitario. Un primer eslabón puede situarse en el artículo 93 de la Constitución Española, que establece que «mediante Ley orgánica se podrá autorizar la celebración de tratados por los que se atribuya a una organización o institución internacional el ejercicio de competencias derivadas de la Constitución», en una clara previsión de la cesión de soberanía que habría de suponer la adhesión futura de España a la Comunidad, que se hallaba en un proceso avanzado de negociación.

En virtud del Tratado de Adhesión, firmado el 12 de junio de 1985, el derecho comunitario debería ser aplicable en España a partir del 1 de enero de 1986, salvo disposiciones específicas en algunas materias. No aparece, sin embargo, en los 403 artículos que contiene el Tratado ninguna alusión expresa a la banca, y es preciso descifrar lo que quiere decir un artículo del Título IV, con una denominación tan poco explícita como la de «Otras disposiciones», para saber en qué medida pudiera quedar afectada la inmediata aplicación de los principios básicos del Tratado de Roma sobre libertad de establecimiento y no discriminación a la regulación de los establecimientos de crédito.

En efecto, el primer párrafo del artículo 378 especifica que «los actos que figuran en la lista del Anexo XXXII de la presente Acta se aplicarán respecto de los Estados miembros en las condiciones previstas en dicho Anexo». Y en el apartado II a) y b) de dicho Anexo se encuentran las referencias a las condiciones especiales otorgadas a nuestro país, durante un período transitorio de siete años, que le permitirán invocar los criterios de necesidad económica en la autorización de nuevos establecimientos y adoptar una progresiva corrección de las restricciones que afectan a la banca de países comunitarios instalada en nuestro país respecto al número de sucursales y a la captación de depósitos en el mercado interior, condiciones éstas que habían sido ya pactadas en marzo de 1982, en el curso de la fase negociadora previa a la adhesión.

El siguiente paso es la autorización, mediante la Ley Orgánica 10/1985, de 2 de agosto, para la prestación de consentimiento por el Estado español del Tratado de Adhesión firmado el 12 de junio del mismo año. Esta Ley consta de un solo artículo normativo y, en realidad, no somete a las Cortes Generales la aprobación del contenido del Tratado, que no se incorpora al texto legal, sino que pide únicamente su conformidad para autorizar su ratificación.

A partir de la fecha de entrada en vigor de esta Ley Orgánica 10/1985, fijada por la misma Ley en el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, o sea el 9 de agosto de 1985, se abre un plazo de apenas cinco meses para adaptar la legislación española al derecho comunitario que habría de ser aplicable en España a partir del 1 de enero de 1986.

El sistema utilizado por las Cortes Generales ha sido el de la delegación legislativa prevista en el artículo 82 de la Constitución que permite al gobierno, mediante decretos legislativos, dictar normas o modificar otras que tengan rango de ley. El 30 de diciembre se publica la Ley 47/1985, de 27 del mismo mes, de bases de delegación al gobierno para la aplicación del derecho de las Comunidades Europeas.

El artículo 1.° de esta Ley faculta al Ejecutivo para dictar normas legales en una doble vertiente: adaptar una serie de leyes españolas, que se recogen en un Anexo, a la normativa comunitaria, y desarrollar aquellos contenidos del derecho comunitario vigente que exigen rango de ley y no están actualmente regulados en la normativa espa-

ñola. El artículo 2.° establece cuáles son las directivas y normas de derecho comunitario que tienen la consideración de bases a efectos de la delegación otorgada, a cuyo alcance, principios y criterios deberá ceñirse el gobierno, recogiéndolas en la segunda parte del Anexo (47).

Curiosamente, en la lista de 70 directivas y normas que se detallan en el Anexo no figura la llamada primera directiva de banca, la 77/780, de 12 de diciembre, cuyo contenido, junto con el de la directiva 73/183, de 28 de junio, debía marcar la pauta de la adaptación de la legislación bancaria española.

Agotando ya el plazo de seis meses señalado en la propia Ley de Bases, se publica el Decreto Legislativo 1.298/1986, de 28 de junio, «por el que se adaptan las normas legales en materia de establecimientos de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea». Tanto en el preámbulo como en el artículo 1.° de este Decreto Legislativo, que concreta el ámbito de aplicación mediante una definición de «establecimiento de crédito», se invoca expresamente la directiva 77/780 en un intento, sin duda, de recomponer el nexo causal, que pudiera considerarse inexistente al no haberse incluido esta norma comunitaria en la relación del Anexo de la Ley de Bases.

1. Real Decreto Legislativo 1298/1986. Adaptación de normas legales

El articulado del Real Decreto Legislativo presenta dos partes diferenciadas que responden a las dos delegaciones recibidas por el gobierno a que antes se ha aludido: adaptar normas legales y regular con rango de ley contenidos del derecho comunitario no contemplados en nuestra legislación.

A) *Nueva regulación incorporada*

En este aspecto adquiere relevancia el artículo 6.°, en su doble vertiente de información y colaboración de las autoridades competentes en el ejercicio de sus funciones supervisoras con las correspondientes de otros países, y secreto profesional. En realidad es ahora, con el texto de este artículo 6.°, cuando el deber de secreto profesional de las autoridades que ejercen la supervisión de los establecimientos de crédito queda regulado en una norma legal como correspondía a esta materia (48).

Es importante señalar que la obligación del secreto profesional se extiende a cualquier persona «que desempeñe o haya desempeñado» funciones en órganos competentes de la autoridad supervisora. Las excepciones a este principio recogen las habituales referencias a los requerimientos de la autoridad judicial competente en la instrucción de procedimientos penales, y a las comunicaciones a los Fondos de Garantía de Depósitos. El Real Decreto Legislativo exceptúa, también, las comunicaciones que procedan en virtud de los artículos 111 y 112 de la Ley General Tributaria.

Una última quiebra del secreto profesional reside en la facultad otorgada al ministro de Economía y Hacienda para requerir a las autoridades competentes «la información que estime necesaria para el cumplimiento de los fines que tiene encomendados». Esta excepción puede sugerir ciertas dudas sobre su adecuado encaje en el desarrollo de la delegación otorgada por el legislativo, en la medida en que tales facultades —que no podrían objetarse en el seno de una ley ordinaria— no respondan a situaciones equiparables en el derecho comunitario, recogidas en las directivas invocadas como bases, a cuyo alcance y principios debería ceñirse la labor legislativa del gobierno en este caso.

El artículo 1.° reproduce casi literalmente la definición de establecimiento de crédito que contiene el artículo 1.° de la diretiva 77/780, que resulta una síntesis de la definición de banco del artículo 37 de nuestra Ley de Ordenación Bancaria, de 31 de diciembre de 1946, y, en cierta medida, de las definiciones indirectas, a través de las operaciones que pueden realizar, correspondientes a los restantes establecimientos de crédito. A continuación se detallan aquellas entidades conceptuadas como tales: entidades oficiales de crédito, bancos privados, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación. Puede resultar polémica la inclusión de las entidades de financiación, ya que el Real Decreto 896/77 determina de forma tajante que no podrán admitir depósitos de cuentas corrientes de efectivo ni a plazo ni a la vista (49). Sin embargo, la Orden que desarrolla este Real Decreto, de una forma no muy ortodoxa, corrige la afirmación anterior, precisando que podrán obtener créditos y préstamos de bancos, sociedades y personas físicas (50), lo que, indudablemente, supone una fuente de financiación ajena que puede su-

plir la inexistencia de depósitos irregulares de clientes en la labor de intermediación y financiación de estas entidades.

B) *Modificación de normas*

La modificación o adaptación de normas legales sigue en el Real Decreto Legislativo una vía doble: nueva redacción de textos, en unos casos, o la adición de nuevos contenidos a determinados artículos, en otros.

En primer lugar, y en consecuencia con el principio de no discriminación por razón de la nacionalidad, se suprime la exigencia de nacionalidad española para ser consejero de una caja de ahorros, modificando en este sentido el apartado a) del número 1 del artículo 7.° de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, y se da nueva redacción al artículo 50 de la Ley de OB de 31 de diciembre de 1946 para posibilitar que los bancos extranjeros operantes en España puedan designar vocales del Consejo Superior Bancario y ser, a su vez, elegidos para tales puestos de representación, eliminando la discriminación existente en estas cuestiones frente a los bancos españoles.

La necesidad de que las autorizaciones de los establecimientos de crédito dejen de tener carácter discrecional y pasen a ser actos reglados (51) ha llevado a una modificación de la sanción de exclusión del Registro de Bancos y Banqueros, recogida en el número 7.° del artículo 57 de la Ley de OB de 31 de diciembre de 1946, que se convierte, ahora, en una «revocación de la autorización» que acarreará la disolución de la entidad y la apertura del período de liquidación. Esta revocación se hará constar en todos los registros públicos, con lo que la antigua sanción de «exclusión del Registro de Bancos y Banqueros» pasa a tener el carácter accesorio que debe corresponderle, como consecuencia de la auténtica sanción, que ahora se tipifica más correctamente como una revocación de la autorización del establecimiento. Consecuentemente, se establecen los motivos, también reglados, de tal revocación mediante un nuevo artículo 57 bis, que se incorpora a la Ley de OB de 1946 (52).

Con la nueva redacción dada al artículo 156 del Decreto-Ley 2532/1929, de 21 de noviembre, que remite al artículo 57 de la Ley de OB de 1946, queda equiparado el catálogo de sanciones a las cajas de ahorros con el que rige para las entidades bancarias.

Para la instalación en España de sucursales o filiales de bancos con sede social en países no pertenecientes a la Comunidad Económica Europea seguirá rigiendo la aplicación del principio de reciprocidad y la posibilidad de exigir garantías complementarias, pero ambas condiciones se excluyen cuando se trata de bancos de países comunitarios. Para ello, se ha añadido un inciso final en este sentido al párrafo segundo del artículo 40 de la citada Ley de 31 de diciembre de 1946.

La disposición transitoria 1.ª suaviza progresivamente, durante un período que finalizará el 31 de diciembre de 1992, las restricciones impuestas a las sucursales o filiales de bancos extranjeros establecidas en virtud del Real Decreto 1388/1978, de 23 de junio, o que se autoricen después de la entrada en vigor de la adaptación. En estas medidas liberalizadoras se incluyen también los bancos procedentes de países no comunitarios. Así pues, desde el 1 de enero de 1993 los bancos extranjeros establecidos o que se establezcan en España quedarán equiparados a los bancos españoles en las dos cuestiones a que se refieren las limitaciones del artículo 7.°, a) y b) de dicho Real Decreto: obtención de financiación ajena en el mercado interior no interbancario y apertura de oficinas.

C) *Normas derogadas*

Del Real Decreto-Ley 2532/1929, de 21 de noviembre, se derogan los artículos 147 a 155, relativos al procedimiento liquidador de cajas de ahorros, como consecuencia del nuevo sistema introducido por el artículo 57 bis de la Ley de OB de 1946, cuyo régimen se extiende a todos los establecimientos de crédito. Asimismo, se derogan los artículos 157 y 158 de aquel Decreto-Ley, al haberse equiparado los capítulos de sanciones de bancos y cajas de ahorros.

La Ley de OB de 31 de diciembre de 1946 establecía como motivo de baja en el Registro de Bancos y Banqueros el hecho de haber transcurrido un año sin iniciar la actividad, o interrumpirla por igual período de tiempo. Ahora la revocación de la autorización lleva implícita la exclusión del Registro, pero la revocación ha de responder a unos supuestos reglados, entre los que figuran la no iniciación de la actividad dentro de los doce meses siguientes a la notificación de la autorización, o la interrupción de hecho de las actividades específicas durante un período superior a seis meses (53).

Por ello, se deroga el artículo 39 de la Ley de 1946.

Se deroga, por último, el artículo 2.° del Real Decreto-Ley 5/1978, de 6 de marzo, ya que el supuesto que en él se contempla —exclusión del Registro recaída en expediente sancionador— ha quedado sustituido por la nueva regulación de la revocación de la autorización.

2. Real Decreto 184/1987. Adaptación de normas con rango inferior a Ley

La adaptación de la regulación de los establecimientos de crédito a la normativa de la CEE, iniciada con el Real Decreto legislativo, ha tenido un cumplimiento obligado en las modificaciones de normas con rango inferior a Ley. En este sentido, el Real Decreto 184/1987, de 30 de enero, publicado en el BOE el día 10 de febrero siguiente, ha introducido los ajustes necesarios en los decretos que, hasta ahora, venían regulando la creación de distintos tipos de entidades que quedan afectadas por la adaptación: 2245/1974, de 9 de agosto (bancos); 1838/1975, de 3 de julio (cajas de ahorros); 896/1977, de 28 de marzo (entidades de financiación); 1388/1978, de 23 de junio (banca extranjera); 2860/1978, de 3 de noviembre (cooperativas de crédito), y 685/1982, de 17 de marzo (sociedades de crédito hipotecario).

A su vez, se ha derogado el Real Decreto 1388/1978, de 23 de junio, por el que se regulaba la presencia de la banca extranjera en España, salvo el artículo 2.°, referente a las oficinas de representación, incorporando los expedientes de autorización de sucursales y filiales de bancos extranjeros, en general, a la normativa del Decreto 2246/1974, de 9 de agosto, sobre creación de nuevas entidades bancarias españolas .

Asimismo, se ha modificado el Reglamento del Consejo Superior Bancario aprobado por Decreto de 16 de octubre de 1950 para ajustarlo a las modificaciones ya operadas en la Ley de 31 de diciembre de 1946 (54) relativas a la no discriminación de la banca extranjera, tanto para elegir vocales como para ser elegidos para dichos cargos de representación en el Consejo Superior Bancario (55).

VII. LIBERALIZACION DE TIPOS DE INTERES Y COMISIONES BANCARIOS

La amplia liberalización que ya supuso en su momento la regulación de enero de 1981 ha culminado en una reciente Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 3 de marzo de 1987, que ha levantado ciertos controles que todavía subsistían sobre tipos de interés y comisiones. La nueva regulación, que ha entrado en vigor a partir del 26 de marzo de 1987, supone la total libertad de tipos de interés de las operaciones pasivas, eliminando aquellas situaciones en las que, por el plazo de la operación o su cuantía, o por ambas circunstancias, tales tipos tenían establecidos unos topes máximos (56). Desaparece también la fijación de unas comisiones máximas para las operaciones de crédito y descuento y la prohibición de percibir cualquier otra comisión vinculada a una operación activa (57).

El número primero de esta nueva Orden establece el principio de que los tipos de interés de las operaciones activas y pasivas de las entidades de depósito serán los que libremente se pacten, cualesquiera que sean la modalidad y el plazo de la operación o la naturaleza del sujeto con el que se concierten, con la sola excepción de los casos de operaciones computables en el coeficiente de inversiones obligatorias. El número sexto, a su vez, determina que las comisiones por operaciones o servicios bancarios serán fijadas libremente por las entidades de depósito.

Frente a esta mayor libertad de funcionamiento de las entidades, exigida por la evolución del sistema financiero y de los mercados, y por la aparición y difusión generalizada de instrumentos rentables y muy líquidos de colocación de fondos (58), se ha hecho necesario asegurar una mayor transparencia de la actuación de las entidades de depósito para garantizar que la clientela conoce con exactitud las condiciones de las operaciones que concierta con ellas.

Apuntadas estas ideas generales, y pendiente de publicarse una Circular del Banco de España que sustituirá a la 13/1981, de 24 de febrero, puede destacarse que el contenido de la nueva regulación no supone tanto una derogación de la anterior (59) como una ampliación de las medidas liberalizadoras de enero de 1981, por lo que se señalan a continuación las novedades más significativas que se incorporan ahora al tratamiento de los tipos de interés, comisiones y condiciones de valoración de las entidades de depósito y, en general, a la actuación de éstas con su clientela.

a) *Libertad de tipos de interés.* Se ha llegado a una libertad completa de tipos de interés de las operaciones activas y pasivas. Quedan exceptuadas únicamente las operaciones computables en el coeficiente de inversión y las de crédito a la exportación efectuadas por el Banco Exterior de España con fondos oficiales, que se regularán por lo dispuesto en el Real Decreto 321/1987, de 27 de febrero.

b) *Libertad de comisiones.* Liberalización total de las comisiones por operaciones o servicios bancarios, que serán fijadas libremente por las entidades de depósito.

c) *Libertad de criterios de valoración.* Las entidades de depósito determinarán libremente las fechas de valoración de los cargos y abonos de sus cuentas activas y pasivas, sin más limitaciones que las que pueda establecer el Banco de España. Quiere decir esto que las normas de valoración que publique el Banco de España, en sustitución de las contenidas en el Anexo de la anterior Circular 13/1981, tendrán el carácter de límites o desfases máximos o mínimos, según la naturaleza de la operación, y que las entidades podrán establecer sus propias valoraciones dentro de tales límites.

d) *Coste efectivo de las operaciones.* Una de las novedades más importantes, en orden a la transparencia de las relaciones banco-cliente, es la exigencia de que los tipos de interés, en determinados casos, habrán de expresarse, cualesquiera que sea su tipo nominal y el momento en que se liquiden, de forma homogénea como coste efectivo equivalente de una operación con intereses anuales postpagables.

e) *Entrega de documentos contractuales.* Las entidades de depósito deberán hacer entrega, a petición de sus clientes, del correspondiente ejemplar del documento contractual relativo a su operación, suscrito por ambas partes, por persona con poder para obligar a las mismas. En determinadas operaciones, esta entrega será obligatoria.

f) *Documentos de liquidación de operaciones.* En las liquidaciones que practiquen por operaciones activas, pasivas o de servicios, las entidades de depósito deberán entregar un documento en el que se expresen con claridad los tipos de interés y comisiones aplicados, con indicación concreta de su concepto, bases y tiempo de devengo, los gastos suplidos, los impuestos retenidos y, en general, cuantos antecedentes sean precisos para que pueda verificarse la liquidación efectuada y deducirse el coste o producto neto efectivo de la operación.

g) *Servicio de reclamaciones.* Es otra de las innovaciones de importancia de la nueva regulación, que viene a introducir una nueva garantía para los clientes de las entidades de depósito. La organización y funcionamiento de este servicio se encomienda al Banco de España, e iniciará su actividad el 1 de septiembre de 1987.

NOTAS

(1) Ley 13/1985, artículo 9.° y Real Decreto 1370/1985, artículo 2.°, 1.

(2) Ley 13/1985, artículo 9.° y Real Decreto 1370/1985, artículo 2.°, 3. y 4.

(3) Estos fondos, sin embargo, se deducirán del valor contable de los activos o riesgos correspondientes a la hora de establecer el coeficiente necesario de recursos propios.

(4) La CBE 28/1985, de 29 de octubre, ha interpretado que los recursos sobre los que se calculará este 30 por 100 incluirán las propias financiaciones subordinadas computadas.

(5) Son condiciones imprescindibles para su cómputo como recursos propios que no existan cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada ejecutables a voluntad de la entidad que recibe la financiación, y que en los contratos y en los folletos de emisión quede patente la condición de financiación subordinada.

(6) Los siete apartados del n.° 1. del artículo 2.° detallan ampliamente los distintos supuestos de riesgo y sus coeficientes específicos.

(7) CBE 28/1985, de 29 de octubre, norma 2.ª.

(8) Este recargo no se aplicará a los activos de riesgo de esta naturaleza que presentan las sucursales o filiales de bancos extranjeros, sujetas al Real Decreto 1388/1978, de 23 de junio.

(9) Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, artículo 2.°, 1. e) y f).

(10) Ordenes Ministeriales de 20 de septiembre de 1974, artículo 6.° (bancos); 20 de diciembre de 1979, artículo 10.° (cajas de ahorros) y 2 de julio de 1980, artículo 8.° (cooperativas de crédito).

(11) Real Decreto 1370/1985, artículo 2.°, 2.

(12) En el sentido de las competencias exclusivas del Estado, del artículo 149, 1, 11.ª de la Constitución.

(13) Decreto 2246/1974, de 9 de agosto, artículo 4.° d) (bancos); Decreto 1838/1975, de 3 de julio, artículo 5.° 1.ª (cajas de ahorros) y Real Decreto 2860/1978, de 3 de noviembre, artículo 2.° 6. c. (cooperativas de crédito).

(14) Real Decreto 1.388/1978, de 23 de junio, artículo 7.°, b).

(15) Ordenes ministeriales de 20-12-79, número 20 (cajas de ahorros); 2-7-80, número 16.2 (cooperativas de crédito) y 29-7-81 (bancos).

(16) Decreto 1.370/1985, artículo 7.°, 3.

(17) Artículo 10.°, 3. (En los casos en que las CC.AA. respectivas hubiesen asumido y desarrollado competencias sobre cajas de ahorros o cooperativas de crédito).

(18) Año 1986: 40 por 100. Balances de diciembre 1985 o junio 1986.
Año 1987: 30 por 100. Balances de diciembre 1986 o junio 1987.
Año 1988: 20 por 100. Balances de diciembre 1987 o junio 1988.

(19) Anteriormente los niveles eran los siguientes: fondos públicos, 8,50 por 100 bancos industriales y 13,50 por 100 bancos no industriales; cédulas de inversiones de las cajas de ahorros, 3,25 por 100.

(20) Anteriormente los niveles eran: global, 18,50 por 100 bancos industriales y 21,50 por 100 bancos no industriales; fondos públicos de las cajas de ahorros, 25,25 por 100.

(21) Siempre que hayan sido adquiridos por la entidad que los compute con anterioridad a la entrada en vigor del Real Decreto 2254/1985, incluyéndose las disposiciones posteriores de operaciones crediticias formalizadas antes de esa fecha.

(22) No podrán exceder del 20 por 100 de los activos de cobertura de las entidades afectadas, excluidos los títulos emitidos por el Tesoro o el Estado, aplicándose este porcentaje sobre la proporción que supongan los recursos computables obtenidos por las entidades dentro del territorio de la respectiva comunidad autónoma, respecto de los recursos computables totales.

(23) Una resolución de la DGTPF, de 29 de enero de 1986, permite, sin embargo, que los créditos del grupo 4 con destino a países miembros de la CEE, que se hayan formalizado hasta 31 de diciembre de 1985, sean computables hasta su vencimiento en el mínimo especial.

(24) La redacción, no muy afortunada, del n.° 4 del artículo 5.° debe interpretarse en el sentido de que sigue vigente el 10 por 100 establecido para inversión en pagarés del Tesoro por el Real Decreto 1844/1985, de 9 de octubre. Resulta ocioso señalar un mínimo del 6 por 100, que sólo tiene el valor de una formulación de intenciones. Así lo aclara el n.° 4 de la OM de 23 de diciembre de 1985.

(25) Ley 13/1985, artículo 2.°, 1 y Real Decreto 2254/1985, artículo 5.°, 3.

(26) Ley 13/1985, disposición final 1.ª, 1 y 2.

(27) Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1985, n.° 1.°. Debe recordarse, que el número 6.° de esta Orden introduce un nuevo párrafo en el número 2.° de la de 26 de diciembre de 1983, por lo que se refiere a las financiaciones subordinadas, y que ya no existen las cuentas de ahorro del emigrante, que figuraban en el apartado b) del mismo.

(28) Se refieren a letras, pagarés y otros efectos de la cartera, y pagarés de empresa con aval de intermediario financiero.

(29) Afecta a bonos, obligaciones u otros títulos, incluidos los bonos y cédulas hipotecarios.

(30) Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1985, n.° 2.°, 2.

(31) Circular del Banco de España 34/1985, de 27 de diciembre. Norma 2.ª.

(32) Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1985, n.° 3.° y Circular del Banco de España 34/1985, de 27 de diciembre, norma 3.ª.

(33) Circular del Banco de España 34/1985, de 27 de diciembre, norma 4.ª.

(34) La Dirección General del Tesoro y Política Financiera ha hecho pública la rentabilidad media de los pagarés del Tesoro emitidos mediante subasta a un año o más durante los semestres segundo de 1985 y primero y segundo de 1986, que ha sido, respectivamente, la siguiente:
11,605 por 100 - Resolución de 19-12-85 (BOE del 24-12)
8,983 por 100 - Resolución de 24-6-86 (BOE del 27-6)
8,928 por 100 - Resolución de 30-12-86 (BOE del 3-1-87)

(35) Orden Ministerial de 23 de diciembre de 1985, n.° 4.°.

(36) Según la disposición final 5ª, las normas de este Real Decreto entran en vigor el día 1 de enero de 1986.

(37) De las normas sobre el traspaso de saldos de las cuentas de ahorro del emigrante se ha ocupado la CBE 29/1985, de 5 de noviembre.

(38) La Orden Ministerial de 30 de enero de 1986 ha sido desarrollada por el Banco de España en la Circular 10/1986, de 14 de marzo, y Carta-circular de 4 de junio del mismo año.

(39) Esta posibilidad está ya recogida en el Real Decreto 1723/1985, de 28 de junio. Las condiciones y requisitos no han sido establecidos todavía.

(40) Se refieren a las inversiones extranjeras realizadas con fondos procedentes de estas cuentas, que gozaban del derecho de transferencia al exterior en determinadas condiciones, y de los importes abonados a las cuentas en concepto de intereses que, podrán ser, igualmente, transferidos al exterior.

(41) Artículo 7.° de la resolución de la Dirección General de Transacciones Exteriores, de 20 de diciembre de 1985.

(42) Publicada en el BOE del día 9 de agosto, la Ley entró en vigor el día 10 de agosto (disposición final 7.ª).

(43) Disposición transitoria 3.ª. El proceso de renovación de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros debería terminar el 9 de enero de 1987.

(44) Exposición de motivos de la Ley.

(45) El artículo 161, 2 de la Constitución concede a las impugnaciones planteadas por el gobierno central ante el Tribunal Constitucional el efecto de la suspensión de las disposiciones autonómicas recurridas, aunque el Tribunal deberá ratificar o levantar dicha suspensión en un plazo no superior a cinco meses.

(46) Se han recurrido por la vía contencioso-administrativa determinados contenidos de las normas reglamentarias de las comunidades siguientes: Andalucía, Aragón, Principado de Asturias, Islas Baleares, Cantabria, Castilla y León, Castilla-La Mancha, Cataluña, Extremadura, La Rioja y País Vasco.

(47) Sobre la relativa contradicción que puede suponer la utilización de las «directivas» comunitarias como «bases» para la delegación legislativa de las Cortes Generales al gobierno, puede verse el artículo de SANCHEZ CALERO, Fernando, «Adaptación de la normativa de los establecimientos de crédito al ordenamiento de la CEE», en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil,* n.° 23, Madrid, 1986.

(48) Con anterioridad, el secreto profesional quedaba regulado únicamente, en lo referente a los llamados balances y estados confidenciales remitidos al Banco de España, por las OO.MM. de 3-3-80 (cooperativas de crédito) y 13-11-85 (bancos y cajas de ahorros).

(49) Artículo 6.° del Real Decreto 896/1977, de 28 de marzo, sobre régimen de las entidades de financiación.

(50) Artículo 6.°, párrafo segundo, de la OM de 14 de febrero de 1978.

(51) Directiva 77/780 CEE, de 12 de diciembre de 1977, artículo 3.°.

(52) El nuevo artículo 57 bis y las sanciones previstas con los núms. 6.° y 7.° (suspensión de los elementos directivos y revocación de la autorización) en el artículo 57 de la Ley de OB de 1946 son aplicables, ahora, a todos los «establecimientos de crédito» operantes en España, excepto a las entidades oficiales de crédito.

(53) Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, artículo 4.°, 3 (apartados a) y b) del n.° 1 del nuevo artículo 57 bis de la Ley de 31 de diciembre de 1946).

(54) El artículo 50 de la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946 ha sido modificado por el artículo 7.° del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio.

(55) La modificación del artículo 50 de la Ley de 31 de diciembre de 1946 permitió ya al Ministerio de Economía y Hacienda dictar una Orden de 20 de noviembre de 1986 en la que se determina que la banca extranjera podrá elegir dos vocales del Consejo Superior Bancario, y el 28 de noviembre de 1986 una resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera convocaba elecciones para la renovación de vocales del Consejo, en las que deberían cubrirse dos representantes de la banca extranjera operante en España y, a su vez, esta misma puede, por primera vez, actuar como electora.

(56) Orden Ministerial de 17 de enero de 1981, número 5.°, 3.

(57) Orden Ministerial de 17 de enero de 1981, número 8.°, 1 y 2.

(58) Véase el preámbulo de la Orden Ministerial de 3 de marzo de 1987.

(59) La Orden Ministerial de 17 de enero de 1981 queda derogada formalmente, sin perjuicio de que algunas de sus instituciones se recojan en la nueva de 3 de marzo de 1987.

NORMAS RECIENTES DE SOLVENCIA Y EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

El grado de solvencia de una entidad —aparte de la calidad de su cartera— viene determinado por una distribución prudente de los flujos que genera, dotando fondos de provisión suficientes, y por el nivel de sus recursos propios; su rentabilidad viene determinada por la relación entre sus beneficios y sus recursos propios: las normas que regulan lo primero tienen una influencia directa sobre la segunda. En este artículo, **Miguel Angel Almazán Manzano** y **Fernando Vargas Bahamonde** repasan los cambios más recientes en las normas de solvencia de las entidades de depósito —provisiones por insolvencia comercial y por riesgo-país; recursos propios— con la finalidad de analizar la rentabilidad de las entidades identificando las influencias, actuales o potenciales, de las mismas.

INTRODUCCION (*)

EN este artículo se estudian las normas que regulan la solvencia bancaria y los efectos de los mayores niveles de provisiones y de recursos propios sobre la rentabilidad de las entidades de depósito.

Existe una obvia relación entre solvencia y rentabilidad bancaria, definiendo esta última como la relación entre los beneficios y los recursos propios. Aparte de la diversificación y calidad de los riesgos de un banco, su solvencia vendrá delimitada por sus fondos de provisiones y por el nivel de sus recursos propios. Ambos aspectos tienen, como veremos, efectos distintos sobre la rentabilidad, pero, en los dos casos, solvencia y rentabilidad se hallan en constante contradicción en las políticas bancarias.

Existe, asimismo, una relación muy directa entre regulación y solvencia bancaria, aunque claramente la primera no es ni con mucho la única determinante de la segunda.

En este artículo analizaremos las normas que tienden a fortalecer la solvencia de bancos y cajas de ahorro: las provisiones por insolvencias, aquellas por riesgo-país y el nuevo coeficiente de recursos propios, centrándonos en los acontecimientos de los últimos dos años. Esta última restricción parece eliminar, por su antigüedad, el estudio de las primeras provisiones citadas. Sin embargo, su importancia y efectos sobre la evolución de la rentabilidad de las entidades es tal que hemos considerado necesario hacer al menos una breve referencia a las mismas en un primer apartado. En un segundo apartado se estudia el riesgo-país, tema que, aparte de ser relativamente novedoso, ha recibido poca antención en la literatura española. El tercer epígrafe estará dedicado al nuevo coeficiente de recursos propios, cuestión que sí ha sido objeto de varios artículos especializados.

Por último, investigaremos la evolución de la rentabilidad de bancos y cajas de ahorro intentando identificar los efectos del incremento de provisiones y recursos propios e, indirectamente, la incidencia actual, o futura, de las normas analizadas previamente.

PROVISIONES PARA INSOLVENCIAS

En la actividad bancaria el riesgo más importante es la no recuperación de los recursos prestados a terceros; esto es, el riesgo de insolvencia. Dado que los recursos ajenos de los bancos son muy superiores a sus recursos propios y que, por tanto, los acreedores están garantizados por las inversiones de la entidad, parece razonable exigir una correcta valoración de dichas inversiones. Así pues, en aquellos casos en que existan dudas sobre la solvencia de los deudores será necesario reconocer esta situación, bien disminuyendo el valor de esos activos total o parcialmente, bien creando un fondo de provisión que actúe de cobertura para cuando tenga lugar la no recuperación.

Las entidades no siempre han seguido este esquema por consideraciones fiscales o de imagen, y no han adoptado políticas de clasificación ni de cobertura de activos dudosos hasta que éstas fueron impuestas por la autoridad supervisora. No obstante, es cierto que la buena marcha económica parecía permitir que las pérdidas por fallidos

se absorbieran en el mismo ejercicio en que se producían sin necesidad de prever estas situaciones con una cobertura adecuada.

Para incentivar, en unos casos, y obligar, en otros, a que las entidades evaluaran correctamente sus riesgos y realizaran las provisiones oportunas, la autoridad supervisora dictó normas tanto en orden a una prudente diversificación de las inversiones, tema que se estudiará más adelante, como a una clasificación de los riesgos identificando los de dudosa recuperación y dotando provisiones suficientes.

En este último aspecto, la regulación básica es la referida al riesgo-país —objeto del próximo epígrafe— y la de provisiones por insolvencias (1), que consta de dos partes: normas de clasificación de activos y coberturas mínimas de los activos dudosos y morosos.

Esta regulación optó por un criterio objetivo que reunía una condición fundamental: ser aplicable a todos los prestatarios independientemente de sus características, normalmente heterogéneas. La condición del «período de morosidad» cumple esta restricción, pero tiene el inconveniente de que, normalmente, una empresa con dificultades intentará hacer frente a sus compromisos por cualquier vía y dejará de pagar sus deudas sólo en última instancia, ya que no querrá renunciar a esta importante fuente de financiación. Por tanto, dicho criterio debe complementarse con algún otro que anticipe la morosidad. En este sentido la circular considera que el juicio de la entidad debe servir como complemento a los criterios objetivos.

Por ello a esos criterios añade una última norma de caracter subjetivo: la apreciación por la entidad de una reducida probabilidad de cobro. Esto permite que, con un adecuado seguimiento de las inversiones, se anticipen las situaciones contempladas en los criterios objetivos establecidos.

Por otra parte, la circular se ocupa de la cobertura de los riesgos que tienen una reducida probabilidad de cobro, estimulando la prudencia en la gestión de las inversiones. Para ello había que establecer unas normas que graduasen la cobertura en base a la gravedad del problema.

En este punto, nos topamos con una dificultad recurrente al hablar de la solvencia de las entidades de crédito: encontrar un criterio objetivo básico dados los costes y la dificultad de asignar niveles de cobertura por prestatarios. Volveremos a encontrar este mismo problema, con sus lógicas variantes y condicionantes, al estudiar las provisiones por riesgo-país y al analizar el nuevo coeficiente de recursos propios.

En cuanto al tema que nos ocupa, la circular optó por relacionar el nivel de cobertura directamente con el tiempo de permanencia de un riesgo dentro del grupo moroso.

Por último, se establecen unas provisiones mínimas equivalentes al 1,5 por 100 de las inversiones crediticias y riesgos de firma de la entidad. El objetivo de esta provisión «genérica» es asegurar una cobertura mínima para la totalidad de los riesgos de la entidad partiendo de dos supuestos: que, a menos que se demuestre lo contrario, existe una probabilidad dada de incobros en toda cartera de activos, y que este 1,5 por 100 cubre posibles errores que pueda cometer la entidad al evaluar sus inversiones crediticias y riesgos de firma.

Dentro del capítulo de las provisiones por insolvencias es importante notar que parte de los activos cubiertos estarán denominados en moneda extranjera. Si la entidad realiza la provisión en pesetas de un crédito denominado en moneda extranjera y el tipo de cambio de ésta aumenta, en relación con la peseta, dicha provisión cubrirá una proporción menor del crédito en cuestión.

A mediados de 1984 el Banco de España autorizó a las entidades delegadas en general a adquirir divisas en el mercado español por un valor equivalente a las provisiones constituidas, o que constituyan en el futuro, y en la misma moneda que el riesgo principal (2).

Las condiciones que la entidad debe cumplir para poder provisionar en moneda extranjera es que se cubran riesgos individualizados y concretos, denominados en moneda extranjera, financiados en divisas, y que no gocen de garantía de CESCE cifrada en moneda extranjera. Estas condiciones eran importantes, ya que excluían la posibilidad de dotar en moneda extranjera las provisiones por riesgo-país que comenzarían a exigirse con carácter obligatorio seis meses más tarde.

Un año después (3) el Banco de España modificó la regulación de estas provisiones, la más importante de las cuales era probablemente la autorización dada a las entidades delegadas sometidas al régimen general —lo que excluye a los bancos extranje-

ros— para extender las dotaciones en moneda extranjera a las provisiones por riesgo-país, tema al que dedicaremos el siguiente apartado.

LAS PROVISIONES POR RIESGO-PAIS

El tema del «riesgo-país» es muy complejo y no existe consenso acerca de su definición, evaluación y tratamiento. Lo que nadie duda es que es un problema que existe y que se ha agravado desde comienzos de esta década. Las dificultades económicas y financieras de una serie de países son antiguas pero las preocupaciones reales para la banca internacional surgen con toda su fuerza a partir de la crisis mexicana de 1982.

Tampoco se pone en duda que existen importantes diferencias conceptuales entre el riesgo-país y el riesgo comercial, entendiendo por este último el riesgo de insolvencia habitual de cualquier empresa, independientemente de su país de residencia.

A continuación, veremos cómo se define el riesgo-país, haciendo hincapié en sus diferencias con el riesgo comercial habitual; mencionaremos los efectos de este tipo de riesgo sobre las entidades acreedoras y nos referiremos a su cuantificación y control para pasar posteriormente, en un segundo apartado, al estudio más detallado del papel de las autoridades supervisoras.

Riesgo-país: definición, efectos y evaluación

Las autoridades supervisoras españolas, al igual que las de una serie de países importantes de la OCDE, reconociendo tanto la existencia del riesgo-país como las diferencias entre éste y otros tipos de riesgo de insolvencia, han establecido una normativa legal específica (4) para su tratamiento con la finalidad de cubrir los riesgos no contemplados por la normativa general de provisiones por insolvencias.

En primer lugar, es perfectamente posible que una empresa extranjera sea solvente, no experimente ningún problema de liquidez pero sólo pueda satisfacer los pagos de sus deudas en la moneda del país en donde opera y no en la moneda en que están denominadas.

Las empresas no financieras normalmente no disponen de fondos en divisas, por lo que deberán obtenerlas del Estado, ya sea directamente en el banco emisor o indirectamente en el sistema financiero local. Si el país en cuestión no dispone de divisas o si, alternativamente, el gobierno no las cede porque considera prioritario hacer frente a sus obligaciones de pago, o por cualquier otra razón, entonces dicha empresa será incapaz de hacer frente a sus pagos con el extranjero en la moneda en que están denominadas sus deudas.

En estos casos normalmente se realizarán depósitos en moneda local en el banco emisor, demostrando la capacidad de pago y la imposibilidad de convertir moneda local en divisas. La entidad acreedora, por tanto, no recibe pago alguno dado que no aceptará moneda local en pago de deudas denominadas en divisas debido a que, generalmente, la moneda de los países con dificultades no es un buen medio de pago internacional.

Cuando los acreedores extranjeros se encuentran con que un país es incapaz de hacer frente a sus deudas en la divisa o divisas, en que están denominadas por carecer de ellas, se dice que estos acreedores se enfrentan con un «riesgo de transferencia».

En segundo lugar, existe otra faceta del riesgo-país: el llamado «riesgo soberano», que es el de los Estados extranjeros contra los cuales las acciones legales pueden ser ineficaces por razones de soberanía. Este riesgo sería, por así decirlo, el riesgo de insolvencia del sector público.

Antes de continuar quizá sea necesaria una aclaración: se podría pensar que el riesgo de prestar a un sector público extranjero es mayor que el riesgo de prestar a los demás sectores de la economía de un país en la medida en que en aquél se aunan el riesgo de transferencia y el riesgo soberano. Esta es una idea falsa, al menos por dos razones. La primera es que el riesgo de transferencia de las inversiones o activos sobre el sector público probablemente será menor que si se tratase del sector privado, ya que de existir escasez de divisas éstas estarán justamente en manos del primero. La segunda es que el riesgo de insolvencia «comercial» obviamente también existe en el caso del sector privado pero no forma parte de lo que se entiende por riesgo-país.

Retomando el hilo anterior, podría plantearse si el riesgo soberano está o no contemplado en la normativa general de provisiones por insolvencia.

Está claro que si el sector público de cualquier país del mundo cumple las condiciones establecidas para su clasificación como moroso o dudoso debería

clasificársele como tal. Sin embargo, no parece probable, excepto en algún caso extremo, que el sector público de algun país presente «... a juicio de la entidad, una reducida probabilidad de cobro», única condición que se le podría aplicar para su clasificación como «dudoso» —volveremos sobre esto, pero está claro que los países ni quiebran, ni pueden ser declarados en bancarrota ni, normalmente, desaparecen. Por tanto, en caso de aplicarse dicha normativa parece más sensato decantarse por la posibilidad de clasificar al sector público de un país como moroso.

Sin embargo, lo cierto es que la aplicación de esta regulación tal cual está a los créditos, o activos en general, sobre los sectores públicos extranjeros, de la misma manera que se aplica al sector privado en su vertiente de riesgo de insolvencia comercial, presenta una serie de problemas que surgen del hecho indudable de que ambos riesgos son distintos.

El valor de los activos frente a los Estados puede verse reducido por las dificultades, problemas de liquidez o de solvencia que puede experimentar un país sin por ello tener que cumplir necesariamente los baremos de la morosidad. Un país puede retrasar el pago de los intereses por un período inferior a tres meses más de una vez durante la vida de las distintas operaciones que un banco realice con él; puede refinanciar los principales e incluso los intereses de sus deudas sin caer, tampoco en este caso, en la morosidad habitual; puede, por todo ello, provocar problemas de tesorería o de liquidez a las entidades acreedoras.

En definitiva, en las situaciones reseñadas, la normativa de provisiones por insolvencia comercial no exigiría la cobertura de estos riesgos, que, sin embargo, como puede deducirse de la discusión previa, parece necesario cubrir.

Por último, el nivel de cobertura de los créditos morosos a los 18 meses de su clasificación como tales —el 100 por 100— puede ser excesivo en muchos casos.

Lo anterior implica la necesidad de un tratamiento especial para el riesgo soberano, diferenciandolo del riesgo de insolvencia comercial del sector privado. Por esta razón este riesgo se incluye en la regulación de las provisiones por riesgo-país en la normativa española.

Pasando ahora a otro aspecto de la cuestión, la norma que comentamos hace una serie de precisiones acerca de los riesgos que deben dotarse por riesgo-país y de cuales no, de acuerdo con la definición que hemos analizado. En primer lugar, «... se deducirán de los riesgos que la entidad tenga en cada país los riesgos individuales contabilizados en las cuentas de Deudores en mora, litigio o de dudoso cobro... por aplicación de otras normas generales...». Esta excepción viene a confirmar la complementariedad de los dos tipos de normas de provisiones: se cubre por uno u otro motivo, según cual tenga mayores exigencias, pero no por la suma de ambos.

En segundo lugar, de los riesgos sujetos a provisión se excluyen aquellos del sector privado en moneda local y todos los del sector privado de un país perteneciente a la zona monetaria de otro de la OCDE cuya divisa cotiza en España. La razón de estas exclusiones es clara; no puede haber riesgo de transferencia cuando las deudas están denominadas en la moneda de cada país. Tampoco puede haber riesgo de transferencia en un país cuya moneda goza de convertibilidad automática y segura en una divisa ampliamente cotizada.

Nótese que en ninguno de estos casos se excluye al sector público, ya que, eliminando el riesgo de transferencia, sigue existiendo el riesgo soberano, que, por definición, es independiente de la moneda en que esté denominada la deuda.

El resto de los riesgos excluidos tiene menos importancia cara al tema que nos ocupa en esta sección, pero hay que resaltar la preocupación del legislador por llegar al deudor final. Efectivamente, de los riesgos sujetos a provisión en cada país se excluyen aquellos garantizados por países mejor clasificados y los que tengan garantías reales que se encuentren y sean realizables en un país de la OCDE.

El concepto del deudor final es importante y, en este sentido, debe notarse que la circular establece explícitamente que los riesgos con sucursales bancarias se atribuirán siempre al país de residencia de la casa matriz. No así el caso de las filiales. El principio que se aplica de que las sucursales siempre están garantizadas por su casa central está fuertemente implantado y es unánimemente respetado en el panorama internacional. Así, el riesgo con una sucursal nunca tendrá un problema de transferencia si su casa central está situada en un país de divisa fuerte.

Analicemos ahora el efecto del riesgo-país sobre la solvencia de las entidades de depósito. Hemos mencionado que los Estados no quiebran y que en el caso en que existan problemas de transferencias no se puede hablar de «impago» en términos absolutos, sino de impago en una determinada divisa o divisas. Entonces, ¿puede traducirse el riesgo-país en inversiones fallidas?

Es cierto que hay casos extremos en que los activos invertidos en un país son irrecuperables. Los más extremos se producen cuando un país repudia su deuda o cuando las sucursales o filiales de un banco son expropiadas o nacionalizadas. Y existen casos en que la recuperación de la inversión es sólo parcial en la medida en que la banca deba hacerse cargo de parte de la deuda externa de un país a «fondo perdido».

Sin embargo, hasta ahora, en la mayoria de los casos la morosidad en la deuda externa no ha implicado fallidos, sino que ha provocado trastornos de tesorería a las entidades acreedoras. Estas se han enfrentado con problemas de liquidez y han visto cómo sus activos exteriores perdían valor de mercado. De hecho, desde hace algún tiempo se viene desarrollando un mercado internacional de venta de activos exteriores en el que éstos alcanzan a veces descuentos significativos —volveremos sobre esto al tratar el nivel de las provisiones.

La refinanciación de la deuda de un país evita, en principio, la pérdida del principal. Una refinanciación es, económicamente, idéntica a la concesión de un nuevo crédito, normalmente por la misma cuantía refinanciada. Esto implica, en algún sentido, una reinversión «forzosa» de estos fondos por parte de las entidades acreedoras que, de haberlos cobrado normalmente, es probable que los hubieran destinado a colocaciones alternativas más rentables y seguras. Asimismo, una refinanciación alarga los plazos residuales del activo deteriorando la estructura de liquidez de la entidad. Sin embargo, por lo mismo, la refinanciación asegura que se continúa recibiendo una corriente de ingresos por intereses.

Los problemas con que se enfrentan las entidades en sus préstamos internacionales pueden paliarse diversificando dichas colocaciones o fijándoles techos en función de la calidad relativa de los países, de los recursos propios de la entidad o de ambos. Además, los bancos generalmente han provisionado estos riesgos independientemente de las exigencias legales al respecto. En cualquier caso, un problema subyacente es el de medir correctamente la magnitud del riesgo-país.

Al igual que para los riesgos internos, existen varios sistemas para evaluar el riesgo de los distintos países, que se han desarrollado enormemente desde principios de esta década. Aunque se reconoce que el «estado de la técnica» es aún relativamente pobre, no existiendo sistemas de análisis universalmente aceptados, los bancos internacionales utilizan metodologías razonablemente similares.

Estos sistemas se basan en una serie de datos y ratios construidos a partir de ellos que, una vez adecuadamente ponderados, son sometidos a procedimientos matemáticos e informáticos más o menos sofisticados con la finalidad de obtener una clasificación ordinal y, en algunos casos, incluso cardinal, de los países. Esto, junto con la apreciación global del riesgo político, que sin duda cada banco —y cada analista— valorará de distinta forma, permite clasificar a los países con la finalidad de limitar los activos frente a cada uno de ellos y determinar las provisiones necesarias.

No es este el lugar para abundar en este tema (5); lo importante es notar que normalmente se acepta que son los propios bancos los primeros responsables de la correcta evaluación del riesgo-país, como del resto de sus inversiones. Sin embargo, las autoridades supervisoras consideran necesario velar por que esta evaluación se haga correctamente, así que exigen que las entidades tengan, al menos, sistemas adecuados de análisis, cuestión que nos lleva directamente al tema del papel de las autoridades supervisoras.

Las provisiones por riesgo-país: el papel de las autoridades supervisoras

En marzo de 1982 el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (más conocido como Comité Cook) publicó un documento (6) acerca del tratamiento del riesgo-país y del papel de las autoridades supervisoras que partía del principio de que la responsabilidad principal del control y valoración del riesgo-país corresponde a la entidad y no a la autoridad supervisora.

Las propias entidades son las que deben preocuparse de diversificar sus riesgos, establecer los mecanismos necesarios para fi-

jar límites por país, revisar continuamente estos límites, asignar la responsabilidad sobre este tema a los niveles gerenciales más altos de la entidad y realizar las provisiones que cubran sus inversiones.

Esto no significa, por supuesto, que las autoridades supervisoras no tengan ningun papel que jugar. El documento citado plantea que éstas deben asegurarse que las entidades tengan un sitema adecuado de valoración y mediación del riesgo-país, que diversifican sus colocaciones en el exterior y que controlan de manera continua sus riesgos con cada país.

Es posible que la gravedad de la situación actual haya dejado desfasados estos planteamientos. Vivimos en una época en que la evolución de la deuda externa de los países ha dado lugar a una propuesta como la del «plan Baker», en que existe una continua interrelación entre gobiernos y organismos internacionales con los bancos privados para resolver un problema general, y en que las provisiones mínimas por riesgo-país son impuestas por las autoridades supervisoras; según un estudio reciente (7) son ya ocho los países importantes que han elaborado normas o recomendaciones específicas en relación con estas provisiones. Estas normas descansan sobre una base estadística de información de los riesgos y recursos por países razonablemente similar, pero parten de planteamientos metodológicos bien diferenciados y llevan a distintas obligaciones de cobertura en distintos países.

A continuación desarrollaremos estos tres temas centrándonos en la experiencia española, pero sin dejar de mencionar lo que se está haciendo en otros países.

Al establecer cuál debe ser la información adecuada para analizar el riesgo-país surgen varios problemas: si debe incluir las sucursales y filiales del banco, el nivel de desagregación y las distinciones que deben hacerse y, por último, la cuestion más importante, qué riesgos hay que atribuir a cada país.

Respecto de si la información debe ser o no consolidada está claro que el riesgo de un banco tiene que medirse incluyendo la totalidad de su organización, tanto nacional como extranjera. Sin embargo, el riesgo es, en principio, sustancialmente distinto según se trate de una sucursal o de una filial.

En el primer caso la entidad no tiene personalidad jurídica propia distinta de la de su casa central, que es quien responde de todas las operaciones de la misma. Por contra, jurídicamente, el único riesgo que contrae un banco en relación con sus filiales es el de la inversión de capital. Sin embargo, por razones de prestigio y de mercado las cosas son bastante más complicadas y puede que el banco haga frente a todas sus operaciones aunque jurídicamente no esté obligado a ello. En cualquier caso, desde el punto de vista de la medición y análisis del riesgo-país no es conveniente mezclar sucursales con filiales.

En la información española (8), la inversión en el capital de las filiales de un banco se trata como un riesgo más frente al país de residencia de la filial. Posteriormente el Banco de España ha exigido a las entidades información de la distribución por países de los riesgos y recursos de sus filiales en el extranjero, cerrando así de manera bastante adecuada y completa su sistema de información de los riesgos por país. Otra cuestión importante, sin ánimo de agotar el tema, es la multiplicidad de distinciones y desagregaciones que debería incluir una información óptima: distinción de los riesgos por prestario, plazos, monedas, garantías o naturaleza —de firma o no—, además de la distribución por países de los recursos de las entidades.

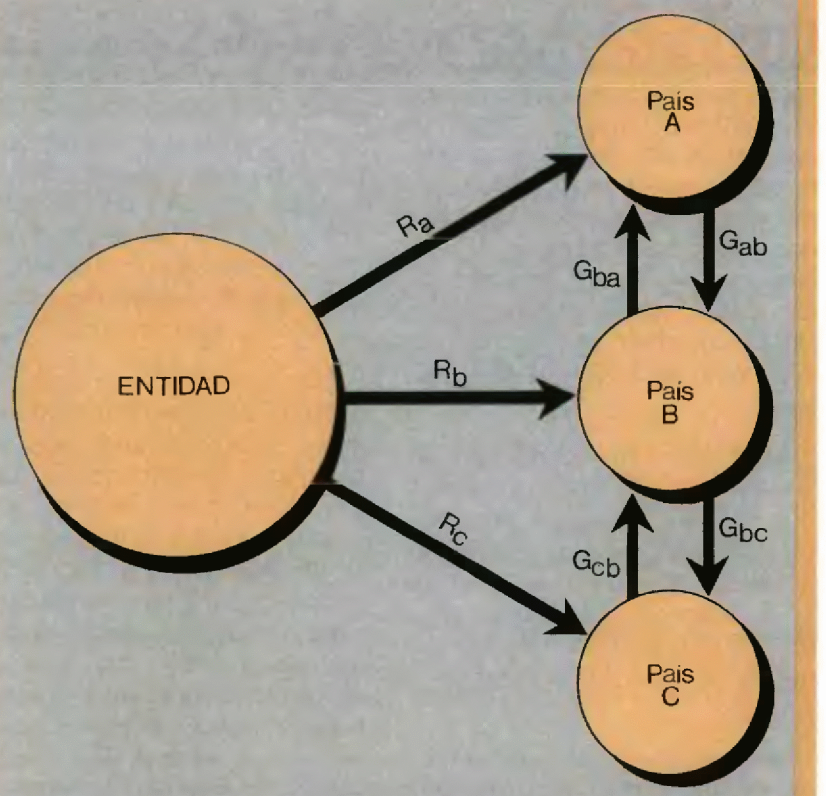
Por último, nos enfrentamos con el problema más importante: la correcta asignación de los riesgos a cada país, que se entronca con el tema de las garantías que una entidad ha recibido de residentes de un país a favor de residentes de otro país.

Existen dos alternativas: asignar el riesgo al país del prestatario —deudor directo— o al del que avala o garantiza la operación, en su caso, ante el banco —deudor final—. Por ejemplo, los activos frente a la sucursal en el extranjero de un banco pueden asignarse al país de residencia de ésta (deudor directo) o al de residencia de su casa central (deudor final o último obligado al pago), partiendo del citado principio de que una sucursal está siempre garantizada por su casa central.

Ante esta disyuntiva la normativa española ha optado por seguir tanto el criterio del obligado directo como el del obligado final al pago; y las normas de provisiones por riesgo-país se basan, predominantemente, en el concepto del obligado final.

Antes de abandonar este tema conviene precisar el criterio del obligado final. Este concepto puede definirse como la suma de los riesgos directos de una entidad frente a un país *más*

GRAFICO 1
DETERMINACION DEL OBLIGADO FINAL



R_x: Riesgo directo de la entidad de depósito con el país «x».
G_{xy}: Garantías prestadas por residentes del país «x» a residentes del país «y» frente a la entidad de depósito.
Luego el riesgo de la entidad de depósito con el país «B» aplicando el criterio de obligado final será igual a: $R_b + G_{ba} + G_{bc} - G_{ab} - G_{cb}$.

las garantías prestadas a la entidad por residentes de éste a residentes de otro *menos* los riesgos con el reiterado país que estén garantizados por residentes de otro (véase el gráfico 1).

Sin embargo, la normativa española de provisiones por riesgo-país se basa en una definición ligeramente distinta de «obligado final» al pago, ya que va más allá de los conceptos estadísticos al incorporar al juego la «calidad» relativa de los países. La norma primera de la citada CBE 8/86 define la base de cobertura de las provisiones como:

a) el riesgo directo;

b) *más* las garantías prestadas por residentes del país en cuestión a residentes de un país *peor* clasificado, y

c) *menos* las garantías recibidas por los residentes del país en cuestión de residentes de un país *mejor* clasificado.

Expresado de otra forma, refiriéndonos al gráfico 1, y suponiendo que el país A está mejor clasificado que el B y éste mejor que el C, los riesgos sujetos a provisión de la entidad por sus riesgos con el país B serán igual a $R_b + G_{bc} - G_{ab}$.

Al igual que en el caso de las provisiones por insolvencia comercial, al fijar una política de provisiones por riesgo-país es necesario clasificar a los prestatarios según determinados baremos que implicarán uno u otro nivel de provisiones mínimas necesarias.

Las normas de clasificación utilizadas en el caso del riesgo de insolvencia comercial combinan criterios relativamente subjetivos (deterioro de la situación de solvencia del prestatario a juicio de la entidad) con otros objetivos (morosidad, tiempo transcurrido desde determinada incidencia), siendo responsabilidad de las entidades aplicarlos correctamente. Para la autoridad supervisora es imposible clasificar a todos los prestatarios potenciales, o reales, de un banco en función del riesgo de los mismos. Y aunque pudiera clasificar a los más importantes, y determinar el nivel apropiado de provisiones, no parece que sea ésta su labor, obligación o responsabilidad.

En el caso de la clasificación de países la metodología puede ser básicamente la misma. Sin embargo, existe una alternativa: por su número la autoridad supervisora puede clasificar a los países en grupos en función de sus riesgos. Esta es la razón por la que se han utilizado dos métodos.

El primero consiste en que la propia autoridad supervisora clasifique a los países e informe a las entidades. Este sistema tiene

la ventaja de dar un tratamiento homogéneo a cada país por parte de toda la banca, pero dos inconvenientes que pueden ser sumamente graves. Por un lado, la clasificación de países es un tema delicado que puede influir en las relaciones con los gobiernos de los países peor clasificados. Por otro, ya en el ámbito estricto de la supervisisón, la autoridad se arriesga a asumir una responsabilidad mayor que la que quizá debiera.

El segundo método, que es el empleado en España, consiste en fijar un determinado número de categorías en las que deberán clasificarse los distintos países en función de unos criterios objetivos y subjetivos. Las ventajas de este sistema son las desventajas del anterior y, en parte, viceversa. Sólo en parte, ya que una clasificación uniforme de países no toma en cuenta las distintas experiencias de las entidades.

Concretamente, en España la norma relevante distingue seis grupos de países: países pertenecientes a la OCDE con moneda admitida a cotización en el mercado español de divisas, países no clasificados en ningún otro grupo, países con dificultades transitorias, países dudosos, países muy dudosos y, finalmente, países fallidos. Para cada uno de ellos enumera una serie de condiciones que llevan a incluir a un país en el mismo. Algunos de estos criterios son subjetivos («la apreciación general de la evolución global del país»), mientras que los más importantes, al igual que sucede en la normativa por insolvencia comercial, son objetivos.

Estos últimos, a su vez, se dividen en dos grupos. Aquellos relacionados con la propia experiencia de la entidad (por ejemplo: determinada duración del impago de los intereses o del principal), y aquellos más amplios que se relacionan con la experiencia internacional del país (por ejemplo: si ha refinanciado su deuda, si cumple programas acordados con el FMI o similares, si ha tratado de imponer una refinanciación unilateral, si sufre una situación de conflicto bélico importante, etc.). Además se dan unos criterios objetivos para la reclasificación de aquellos países cuya situación haya mejorado.

Hemos mencionado que el tratamiento de las provisiones por riesgo-país difiere entre los países no sólo en los niveles de cobertura mínima, cuestión que sería menos importante, sino también en el fondo mismo del problema y en la filosofía subyacente.

A este respecto, probablemente la mejor información pública disponible sea la contenida en el estudio de Peat Marwich antes citado, a pesar de sus lógicas carencias. Las comparaciones internacionales que se realizan a continuación están basadas en ese estudio.

Una de las primeras conclusiones que puede extraerse es que continúa creciendo el interés de las autoridades supervisoras en el tema de las provisiones por riesgo-país, ya que, desde la anterior edición del mismo (1984), el número de países que han elaborado normas o emitido recomendaciones al respecto ha pasado de seis a ocho. Estos ocho países son Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Japón, Países Bajos, Suecia y Suiza. Sin embargo, dichas normas o recomendaciones sólo se han hecho públicas en tres de ellos —Bélgica, España y Japón—. En el resto se han comunicado confidencialmente a la banca.

En lo que se refiere a quién es responsable de la clasificación de los países —la autoridad supervisora o las entidades— existen algunas dudas. En primer lugar, está claro que en Canadá, Estados Unidos y los Países Bajos es la autoridad supervisora la que ha asumido, en su totalidad o en parte —caso de Estados Unidos—, esta responsabilidad.

Las autoridades supervisoras canadienses han elaborado una lista de 32 países que deben provisionarse, si bien no han dado a conocer oficialmente sus nombres. En Estados Unidos las autoridades han identificado a 7 países que deben provisionarse; para la clasificación del resto de los países se han dado unos criterios que se aplican de forma similar al caso español. Por último, en los Países Bajos las autoridades supervisoras han elaborado una lista detallada pero confidencial de unos 23 países.

En cuatro países —España, Japón, Suecia y Suiza— las autoridades no han identificado países individualizados, sino que han fijado determinados «parámetros de riesgos», o condiciones, que de cumplirse llevan a provisionar al país y, con la excepción del Japón, han identificado grupos de países. Sin embargo, incluso aquí las prácticas difieren, ya que si bien en España la aplicación de unos criterios más o menos objetivos lleva a la clasificación automática de los países en los distintos grupos, en Suecia los niveles mínimos de cobertura de determinados países surgen de la discusión entre las autoridades supervisoras y los bancos, y en Suiza, donde no existen criterios formales que

CUADRO N.° 1

REGULACION DE LOS PORCENTAJES MINIMOS DE COBERTURA

Países	*CBE 34/84 (16 de octubre)*	*CBE 22/85 (3 de septiembre)*	*CBE 8/86 (28 de abril)*	*CBE 10/1987 (13 de marzo)*
Muy dudosos	20% anual hasta el 100%.	Igual	50% inicial; 70 y 90% 2.° y 3.er año	Establece un mínimo de cobertura par estos tres grupos del 25%.
Dudosos	10%.	15%.	20% inicial; 35% comenzando el 2.° año.	
Dificultades transitorias	5%.	10.%	15%.	
No clasificados	1,5%.	Igual.	Igual.	

sirvan de guía a los bancos, las autoridades les han informado de las provisiones requeridas.

El nivel que deben alcanzar las coberturas mínimas de los riesgos bancarios por riesgo-país para que sean «adecuadas» o «suficientes» es otro de los grandes temas de difícil respuesta en estos momentos. Como se reconoce en los preámbulos a las propias circulares del Banco de España al respecto, no existe ni una experiencia histórica suficiente ni unos criterios teóricos o prácticos bastante contrastados que permitan determinar el nivel necesario de la cobertura del riesgo-país.

En este sentido, se justifica la aplicación de un calendario de adaptación *sui generis*: en lugar de fijar un nivel final, que se alcanzaría al cabo de cierto tiempo —como en el caso de las provisiones por insolvencia—, los niveles finales se han revisado tres veces hasta este momento (comienzos de 1987) mediante sendas circulares (cuadro n.° 1).

Asimismo, en marzo de 1987, mediante la Circular 10/1987, el Banco de España exigió que la cobertura global de los países de los grupos 3 a 5, es decir, de aquellos que sufren algún grado de dificultad, no fuese inferior al 25 por 100 de la suma de los riesgos sujetos a provisión con esos mismos países. La finalidad de esta última norma era lograr un nivel mínimo de provisiones igual para todas las entidades, independientemente de la estructura de sus riesgos por países: esta estructura, por su parte, lógicamente llevaría a un nivel de cobertura superior al 25 por 100 en aquellas entidades cuyas inversiones estén sesgadas hacia países peor clasificados, ya que esta nueva norma no sustituye, sino que complementa, a la anterior.

Este aumento de las tasas de cobertura responde tanto al deterioro de la situación económica de una serie de países como a la necesidad de acercar paulatinamente el nivel de las coberturas mínimas exigidas en España a los imperantes en otros países.

Lo primero se dice en el preámbulo de las últimas circulares del Banco de España en relación con este tema. Lo segundo es un objetivo que se deduce de otra publicación del banco emisor (9).

En efecto,

> [El] aumento de las provisiones por riesgo-país ha elevado el porcentaje de cobertura de estos riesgos hasta un 9,1 por 100 para el total banca a diciembre de 1985, comparado con un 4,7 por 100 un año antes. Sin embargo, el nivel de cobertura alcanzado por la banca española sigue siendo escaso, si se compara con los vigentes en otros países europeos de su entorno, en los que se sitúa en una cifra que duplica la citada para España. Por tanto, parece necesario reforzar gradualmente las dotaciones de esta naturaleza.

Unos meses después se publica la repetida CBE 8/86, que contenía el anunciado aumento de las coberturas mínimas.

Según el párrafo reproducido, el grado de cobertura del riesgo-país rondaba en España el 9 por 100 a diciembre de 1985, mientras que en otros países comparables sería de un 18 por 100 aproximadamente. A continuación se presentan unos datos (cuadro n.° 2) que coinciden básicamente con las dos cifras citadas; si bien, como en toda comparación de esta naturaleza, sin duda existen problemas de homogeneidad, aparte de que en las cifras de cobertura globales intervienen factores tales como la estructura o composición de las inversiones de los bancos por países, la normativa

CUADRO N.° 2

PROVISIONES POR RIESGO-PAIS: NIVELES LEGALES Y EFECTIVOS

País	*Nivel de cobertura mínima exigida (1)*	*Nivel estimado de las provisiones realizadas por las entidades (2)*
Alemania	No existe legislación.	Grandes bancos: más del 20.
Bélgica	No especifica porcentaje.	Variable, cercano al 5%.
Canadá	Del 10 al 15%.	Cercano al 10%.
España	Del 1,5 al 90%.	Grandes bancos: alrededor de un 10%.
Estados Unidos	Del 15 al 80%.	Grandes bancos: menos del 5%.
Francia	No existe legislación.	Tres grandes bancos: cerca del 20%.
Japón	Del 1 al 5%.	Alrededor del 5%.
Países Bajos ...	Del 5 al 100%.	Alrededor del 15%.
Reino Unido ...	No existe legislación.	Grandes bancos: cerca del 5%.
Suecia	Del 30 al 100%.	Cerca del 50%.
Suiza	Del 10 al 50%.	Más del 20%.

Fuentes (incluso para España): (1) Peat Marwick (1986). (2) I.B.C.A. (1985).

vigente y su exacta aplicación práctica.

Por último, una aproximación a la valoración «de mercado» de las coberturas necesarias frente a algunos países puede obtenerse a partir de los descuentos aplicados por la banca a los activos exteriores intercambiados entre entidades.

En Ollard (1986) se da el porcentaje al que se están intercambiando los activos sobre diez países, entre los que se encuentran algunos de los principales deudores de la banca española. Así, por ejemplo, un crédito sobre Rumania se vende al 90 por 100 de su valor, lo que, en la medida en que esta cifra incorpora algo semejante a la probabilidad de recobro, significa la necesidad de constituir una provisión de un 10 por 100 frente a los riesgos con ese país. Esta provisión alcanzaría el 33 por 100 en el caso de Chile y, en el extremo opuesto, un 55 por 100 en el caso de Polonia (cuadro n.° 3).

CUADRO N.° 3

PRECIOS APLICADOS A LAS DEUDAS DE ALGUNOS PAISES (En porcentaje del valor nominal) (Datos a julio de 1986)

Polonia	45
México	56
Ecuador	65
Argentina	66
Chile	67
Venezuela	75
Brasil	76
Yugoslavia	80
Colombia	83
Rumania	90

Fuente: Ollard (1986).

La existencia de este mercado con sus descuentos nos lleva a una conclusión por lo demás obvia: la exigencia legal de unas coberturas mínimas por riesgo-país no hace sino reconocer, y en alguna medida recoger, la valoración que hace el propio mercado de los activos en cuestión.

EL COEFICIENTE DE RECURSOS PROPIOS

Introducción

Junto con una política adecuada de provisiones, la solvencia de las entidades de depósito debe basarse en un nivel suficiente de recursos propios y en la diversificación de sus riesgos. El nuevo coeficiente de recursos propios español persigue ambos objetivos aunque, como su propio nombre indica, pone el énfasis en la consecución de un nivel adecuado de dichos recursos, quedando el tema de la concentración de riesgos como un subproducto del mismo.

La reciente regulación de este coeficiente ha dado origen a una serie de artículos que aportan ideas básicas acerca de su gestión y necesidad (10). Por tanto, y a la vista de su importancia, en este apartado recogeremos algunos planteamientos ya conocidos y desarrollaremos más aquellos puntos menos tratados hasta ahora.

Los recursos propios de un

banco juegan un papel esencial al permitirle absorber pérdidas y seguir operando y al proteger a sus acreedores. Sin embargo, el mercado es incapaz de determinar cuál debe ser el nivel adecuado de capital de una entidad, ya que en ausencia de regulación bancaria lo infravalorará, al no medir el coste social de la quiebra de un banco, que es superior al coste privado por sus efectos sobre el sistema financiero en su conjunto. Más aún, la existencia de dicha regulación empeora las cosas en la medida en que los agentes económicos tiendan a confiar más en los resultados de unas normas y de una supervisión estricta, o en un esquema de garantía de depósitos, que en su propio análisis de cada entidad.

La importancia de un nivel adecuado de recursos propios y la imposibilidad de dejar que sea el mercado el que lo determine ha llevado a las autoridades financieras de la mayoría de los países a imponer un coeficiente de recursos propios que relacione éstos con alguna magnitud del riesgo bancario.

Las soluciones adoptadas en los distintos países frente a los problemas que éste plantea han sido diferentes, si bien recientemente pueden observarse dos tendencias relativamente generalizadas.

La primera es el endurecimiento de las posturas de los distintos países, evidenciada por la inclusión de los riesgos de firma en la base de cálculo del coeficiente, el reforzamiento de algunos niveles exigidos o las mayores restricciones a la definición de los recursos propios.

La segunda es que la mayoría de los países está tendiendo a imponer o vigilar coeficientes que discriminan entre las distintas clases de activos en función de su riesgo estimado. Un ejemplo reciente de esta tendencia es la propuesta de las autoridades supervisoras de EEUU de establecer un coeficiente selectivo junto, al menos en una primera etapa, al coeficiente genérico existente actualmente.

Es en este contexto donde se enmarca la reciente regulación española del coeficiente de recursos propios; sin embargo, antes de entrar a analizarla repasaremos brevemente algunas cuestiones que se han planteado en otros países en torno al mismo.

La experiencia de otros países

Ya hemos señalado que no existe uniformidad en la regulación del coeficiente de recursos propios en los distintos países.

En efecto, y en primer lugar, en lo que se refiere a la definición de los recursos propios, surgen diferencias acerca del tratamiento de las financiaciones subordinadas —cuya principal característica es que en caso de liquidación sólo se reembolsan una vez cumplidos los compromisos con todos los demás acreedores.

Este tema es importante pero no ha recibido demasiada atención en lo que se ha escrito en torno al nuevo coeficiente español. Por lo tanto, antes de seguir adelante le dedicaremos algunos párrafos.

Aunque casi todos los países aceptan, con mayores o menores restricciones, la inclusión de las obligaciones subordinadas en la definición de recursos propios del coeficiente están tendiendo consistentemente hacia posturas más restrictivas, basándose principalmente en un argumento; que si bien estas obligaciones cumplen la función de proteger a los acreedores, no pueden absorber pérdidas y permitir que la entidad continúe operando, ya que, a diferencia de lo que ocurre con las acciones, constituyen una deuda cierta que la entidad sólo puede disminuir amortizándolas. Por lo tanto, no sirven como capital de riesgo en el supuesto más relevante.

En cualquier caso, una manera de conjugar estas dos funciones es imponiendo determinadas condiciones a las obligaciones subordinadas que las hagan cualitativamente semejantes al capital. Estas serían su convertibilidad automática en acciones del banco si producen pérdidas por encima de un nivel predeterminado, o la ausencia de vencimiento —es decir, que fueran perpetuas.

Sin embargo, desde el punto de vista del inversor, la diferencia básica entre estas obligaciones y las acciones de la entidad son los posibles costes de oportunidad derivados de ganancias de capital, aparte de los derechos societarios que confieren las acciones. Pero tampoco implican pérdidas si se reestructura el capital de la entidad, por lo que no deberían incorporar la potencialidad de absorber pérdidas en la misma medida que el nominal de las acciones, pues quedarían desprovistas de uno de sus atractivos posibles. Una manera de solucionar esto es exigiendo la convertibilidad automática de estas obligaciones sólo una vez que el capital, o un porcentaje determinado del mismo, haya desaparecido.

Otra cuestión en la que no existe uniformidad entre los distintos países es en el ámbito de aplicación del coeficiente, tanto en lo que se refiere a las entidades sujetas a él como en lo referente a los riesgos que implican necesidades de capital.

En cuanto a lo primero, la discusión se ha centrado en la oportunidad, o no, de exigir el coeficiente a las sucursales de bancos extranjeros que operan en cada país. Si bien en algún país dichas sucursales no están obligadas a observar este coeficiente en base a que la responsabilidad supervisora corresponde al país de origen, en la mayoría de ellos se exige en general una dotación permanente de la casa central a su sucursal que haga las veces de recursos propios. No obstante, en este caso la finalidad del coeficiente no es asegurar la solvencia de la entidad, sino evitar discriminaciones competitivas contra la banca nacional.

Respecto de los segundo, la cuestión más importante es la necesidad, o no, de incluir los riesgos de firma en la base de cálculo del coeficiente. La postura tradicional de una serie de países ha sido, hasta hace poco, la total exclusión de dichos riesgos. Sin embargo, las dificultades potenciales de una entidad dependen del conjunto de su actividad, por lo que la medición de lo que constituye un nivel adecuado de capital debe tomar en cuenta todas y cada una de las categorías de riesgos en que incurre.

En varios países una serie de innovaciones financieras recientes han supuesto una reducción del peso de los préstamos tradicionales, apareciendo una gran variedad de títulos avalados por los bancos, que ha llevado a que parte de la actividad de los mismos se sitúe fuera del límite natural impuesto por los recursos totales disponibles.

Ante esta evolución, las autoridades supervisoras de aquellos países que no controlaban los riesgos de firma de las entidades se han visto en la necesidad de revisar su tratamiento, tendiendo a su inclusión en el coeficiente de recursos propios.

Una última cuestión que se plantea, por citar sólo las más relevantes, es la determinación de cuánto capital es necesario y la forma de exigir los recursos propios. Existen dos sistemas generales aplicados en distintos países.

El primero de ellos consiste en combinar unos determinados criterios objetivos con el estudio de una serie de características cualitativas —capacidad y calidad de la gestión, eficacia en la organización de la entidad, etc. En base a estos estudios la autoridad supervisora establece un ratio distinto para cada entidad individual basándose en que los elementos cualitativos no pueden captarse con un *ratio* o coeficiente único y rígido.

El problema es que dichos elementos son de muy difícil valoración y este método puede conducir a tratamientos arbitrarios discriminatorios, por lo que la responsabilidad que recae sobre la autoridad supervisora es probablemente excesiva.

El segundo sistema es objetivo y se ha implementado de dos maneras distintas. En primer lugar, algunos países establecen un coeficiente mínimo de recursos propios en relación con el balance total de la entidad.

Este tipo de coeficiente relaciona los recursos propios de una entidad con el volumen de su negocio bancario, pero no toma en cuenta que con una dimensión dada del mismo su composición influye sobre el riesgo total de la cartera y, por tanto, sobre las necesidades de capital.

Además este coeficiente genérico puede propiciar la situación que justamente se quiere evitar; un aumento del riesgo de la cartera de la entidad sin que paralelamente aumente el nivel exigido de recursos propios. En efecto, ésta, en un intento de aumentar la rentabilidad de sus recursos propios y atraer el capital necesario, procurará incrementar sus márgenes recurriendo a inversiones más rentables y de mayor riesgo, a costa de aquellas situadas en el extremo opuesto, con el consiguiente deterioro del conjunto de su cartera de activos.

En el segundo modelo objetivo, denominado coeficiente selectivo, se fija un *ratio* de necesidades de capital distinto para las diferentes masas de activos en función del riesgo inherente a cada una de ellas.

Este modelo se utiliza en varios países europeos y, como señalábamos antes, se ha propuesto recientemente en Estados Unidos. Por definición toma en consideración la composición del negocio de la entidad; elimina los estímulos para desplazar las inversiones hacia aquellas más rentables y de mayor riesgo; permite conjugar, mediante unos coeficientes específicos adecuados, el reforzamiento de los recursos propios con la limitación de inversiones especialmente peligrosas; y, dados unos recargos adicionales, se puede

utilizar para limitar las concentraciones de riesgos.

La nueva regulación española

La nueva regulación española de los recursos propios, basada en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, establece que todas las entidades de depósito deberán mantener, en base al balance consolidado de su grupo financiero, un volumen mínimo de recursos propios, claramente definidos, en función del volumen de los activos, avales y demás garantías, y del grado de riesgo inherente a las distintas clases de éstos.

Por lo tanto, admite tanto un modelo de coeficiente genérico como uno de coeficiente selectivo, fijando ambos de manera objetiva; y define, por primera vez, los recursos propios de una forma global para el conjunto de las entidades de depósito, incluyendo financiaciones subordinadas.

La inclusión de éstas en la definición de los recursos propios —con unas restricciones, similares a las reguladas en otros países, que veremos más adelante— constituye una de las dos novedades significativas de la nueva normativa.

La otra novedad es la consolidación; el coeficiente se aplica en base al balance consolidado del grupo financiero definido en sentido amplio como el conjunto de entidades de depósito y entidades financieras —con la sola excepción de las compañías de seguro— que formen una unidad de decisión, ya sea porque la entidad de depósito controla, directa o indirectamente, a las demás entidades, es controlada por ellas, o son controladas conjuntamente por una persona o entidad no consolidable (por ejemplo, por una empresa no financiera).

Un problema nada desdeñable que puede surgir cuando se exige el coeficiente de recursos propios tan sólo en términos consolidados, dejando de lado el simultáneo control individual de las entidades, es la posibilidad de que ante una situación crítica de una filial, la casa matriz no se responsabilice de las obligaciones de aquélla, encontrándose desprotegidos los depositantes a pesar de la posible buena salud del grupo. Además en un grupo de entidades la captación de capital de riesgo normalmente la realizarán las entidades más saneadas proyectando sobre las demás un aparente grado de solvencia jurídicamente inexistente.

Por último, establece que el gobierno, previo informe del Banco de España, podrá imponer límites máximos, en función de sus recursos propios y en base consolidada, a las inversiones de las entidades en inmuebles y otros activos materiales, en acciones y participaciones, y en activos denominados en moneda extranjera, si bien en el desarrollo de la Ley no se ha utilizado esta facultad optando, como veremos, por recargos o penalizaciones al coeficiente de recursos propios.

El desarrollo del marco legal básico del coeficiente de recursos propios está contenido en el real decreto 1.370/1985, de 1 de agosto, y en la CBE 28/1985, de 28 de octubre.

En lo que se refiere a la definición de los recursos propios, aparte de algunas precisiones, la aportación más importante del decreto es que establece las condiciones que deben reunir los fondos subordinados para su cómputo como tales, recogiendo algunas de las condiciones comúnmente adoptadas en otros países: estabilidad de la financiación, subordinación efectiva y aportación genuina de fondos.

Con la finalidad de dotar de estabilidad a las financiaciones subordinadas el decreto exige, aparte del plazo mínimo original de al menos cinco años y residual de al menos uno establecido en la Ley, la ausencia de cláusulas de rescate ejecutables a voluntad del acreedor, y en caso que éstas existan, a voluntad del acreedor dichos plazos se referirán a la fecha en que las cláusulas puedan ser ejecutadas.

Asimismo, se exige que estas obligaciones sean plenamente subordinadas, debiendo quedar patente tal circunstancia en los contratos y folletos de emisión. Dado que la eficacia de estas financiaciones desaparece si son aportadas, o adquiridas posteriormente, por la propia entidad, por su grupo o por entidades o personas financiadas por el emisor o por su grupo, estas prácticas quedan excluidas.

Aun así, y a menos que se trate de obligaciones perpetuas automáticamente convertibles en capital de riesgo, vía que no elige la normativa española, estas financiaciones no son un sustituto perfecto del capital, por lo que era necesario limitar cuantitativamente su inclusión como recursos propios, determinándose que la cuantía máxima a incluir de las mismas es de un 30 por 100 de éstos.

Una vez precisada la defini-

CUADRO N.° 4

COEFICIENTES APLICADOS A CADA TIPO DE RIESGO

Clases de riesgos	*Banda del coeficiente*	*Coeficiente actual*
Activos sin riesgo de insolvencia: efectivo en pesetas, depósitos en el Banco de España, activos sobre el sector público o garantizados por él, disponibles en cuentas de crédito, compraventa de divisas a plazo	0,25 a 0,75	0,25
Activos de riesgo mínimo: activos interbancarios, los asegurados por CESCE, créditos documentarios, activos sobre Bancos Centrales o Estados de países de la OCDE cuya moneda está admitida a cotización en el mercado de divisas español, etcétera	0,5 a 1,5	1,—
Activos ordinarios garantizados o con prestatarios especialmente solventes: los riesgos con garantía hipotecaria, con aval de entidades de depósito, riesgos con empresas públicas, avales técnicos, posiciones abiertas en moneda extranjera	2,— a 4,—	3,—
Riesgos ordinarios: créditos, renta fija y riesgos de firma no incluidos en las demás categorías	5,— a 8,—	6,—
Capital de riesgo: acciones y participaciones (que no sean de entidades de depósito), obligaciones subordinadas y créditos participativos	5,— a 16,—	8,—
Inmovilizado: acciones y participaciones bancarias, inmuebles y mobiliario e instalaciones	10,— a 35,—	25,—

ción de los recursos propios, el decreto opta por un modelo mixto: coeficiente selectivo más coeficiente genérico. El segundo, que establece que los recursos propios del grupo serán iguales, como mínimo, al 4 por 100 del conjunto de las inversiones netas de provisiones y amortizaciones, impone un límite a la transformación de los activos de las entidades.

Para el coeficiente selectivo se han definido seis grandes categorías de riesgos, asignando a cada una un «coeficiente de necesidades de recursos propios» en función del riesgo estimado de cada una de ellas (véase el cuadro n.° 4) (11). Nótese que la categoría más importante es la cuarta y que su coeficiente genérico sirve de referencia para los demás. Así, los créditos con ciertas garantías suponen menores coeficientes selectivos y las operaciones con títulos del Estado están incluidas no por su riesgo de insolvencia sino por el riesgo de interés o de cancelación anticipada. Por el contrario, aquellos activos que, como las acciones o participaciones bancarias o el activo real, incorporan mayores riesgos o suponen una mayor inmovilización, tienen un coeficiente selectivo claramente mayor que el de referencia.

Sin embargo, aparte de que los mayores coeficientes para estos últimos se justifican por el nivel de su riesgo, el decreto fija unos *ratios* superiores a los ordinarios con la finalidad de producir, además, un efecto disuasorio equivalente a los techos parciales, ahora derogados, para ciertas clases de riesgos; piénsese en los límites que antes existían para el inmovilizado o la cartera de participaciones de la banca.

No obstante, lo anterior no es suficiente para controlar el problema de las concentraciones de riesgos, de los riesgos con empresas del grupo o con altos cargos o consejeros de la mismas, cuyos límites anteriores también deroga la actual normativa y cuyas consecuencias, como ha quedado patente durante la reciente crisis bancaria, pueden ser extremadamente graves para la entidad.

Para lograr su limitación sin incurrir en la prohibición era necesario introducir un factor disuasorio más fuerte dentro del coeficiente de recursos propios. Esto se ha hecho mediante recargos o penalizaciones, en términos de mayores necesidades de recursos propios, para estas operaciones.

En primer lugar, se establece un recargo por concentración de riesgos con una persona, entidad o grupo económico que va desde dos veces el coeficiente normal, en el caso en que estos riesgos excedan del 1,25 por 100, sin superar el 2,5 por 100, del balance consolidado del grupo, hasta cuatro veces cuando éstos superen el 5 por 100 de esa cuantía. Para este cálculo se excluyen los riesgos interbancarios a corto plazo (tres meses), los activos sobre el Estado y empresas por él participadas y aque-

llos computables en el coeficiente de inversión. Además, todas las sucursales y aquellas filiales de bancos extranjeros sujetas al real decreto 1.388/1978 operantes en España quedan excluidas de este recargo.

En algunos países se permite que la concentración de riesgos de las sucursales de bancos extranjeros se mida a nivel consolidado de toda la organización internacional de las mismas; otros las excluyen de estos límites en aquellos casos en que el país de origen se encarga de supervisar y limitar dichas concentraciones, incluyendo los riesgos de la sucursal en cuestión y aún otros, como es el caso de España ahora, los excluyen sin restricciones.

En cuanto al tratamiento diferencial de esas sucursales también es interesante notar que una novedad importante aportada por la citada CBE 28/85 es que no se considera como inversión, a estos efectos, la mitad de los activos en moneda extranjera, financiados a su vez en divisas, de las sucursales y filiales de bancos extranjeros establecidas en España al amparo del citado real decreto; o, lo que es lo mismo, a la totalidad de estos activos se les aplicará sólo la mitad del coeficiente selectivo.

Argumentábamos antes que a estos establecimientos extranjeros se les exige un coeficiente de recursos propios por razones de competencia, no de solvencia. Sin embargo, la igualación competitiva no puede pretenderse en el mercado exterior y, en ausencia de la excepción señalada, la Banca extranjera posiblemente no llevaría a cabo estas operaciones a través de sus sucursales españolas.

En segundo lugar, el decreto precisa que se penalizarán también, mediante un recargo sustancialmente mayor que el anterior, los riesgos con empresas no consolidables del grupo. Esta penalización va desde un recargo de dos veces el coeficiente normal para cualesquiera de estas operaciones (siempre que su volumen no supere el 1,25 por 100 del balance del grupo consolidado, ya que a partir de ahí el recargo es cada vez mayor) hasta diez veces cuando los riesgos superen el 7,5 por 100 del balance del grupo consolidado. Es necesario notar que el decreto establece que a estos efectos se agregarán las entidades o empresas que pertenezcan a un mismo sector económico.

Por último, estos recargos se aplicarán también a los créditos a consejeros, directores generales o similares de cualquier entidad del grupo de decisión, sea ésta consolidable o no.

CUADRO N.º 5

RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES

	Banca privada				*Cajas de ahorro*			
	1982	*1983*	*1984*	*1985*	*1982*	*1983*	*1984*	*1985*
Datos originales								
1.— Flujos generados/Balance medio (%)	1,73	2,01	1,88	1,85	1,89	2,46	2,38	2,37
2.— Balance medio/Recursos propios medios (Apalancamiento)	17,3	19,0	17,6	18,3	18,1	18,3	17,0	18,3
3.— Beneficio/Flujos generados (%) ...	32,9	31,6	31,4	39,4	51,5	43,1	43,4	44,5
4.— Rentabilidad recursos propios (Beneficio/Recursos propios medios) (%) (1) × (2) × (3)/100	9,8	12,0	10,4	13,3	17,7	19,4	17,5	19,3
Corregido el efecto de la regularización (*)								
1.— Flujos generados/Balance medio (%)	1,71	1,99	1,88	1,85	1,87	2,43	2,38	2,37
2.— Balance medio/Recursos propios medios (Apalancamiento)	14,4	16,1	17,6	18,3	14,7	15,5	17,0	18,3
3.— Beneficio/Flujos generados (%) ...	32,9	31,6	31,4	39,4	51,5	43,1	43,4	44,5
4.— Rentabilidad recursos propios (Beneficio/Recursos propios medios) (%) (1) × (2) × (3)/100	8,1	10,1	10,4	13,3	14,1	16,3	17,5	19,3

(*) Este ajuste se ha realizado sumando al balance y a los recursos propios de 1982 y 1983 el importe de la regularización que se recogió por primera vez en el balance al 31 de diciembre de 1983.

Fuente: Boletín Económico del Banco de España (marzo de 1986). Elaboración propia.

RENTABILIDAD Y SOLVENCIA

En los apartados precedentes hemos analizado aquellas normas tendentes a garantizar que las entidades alcancen un grado de solvencia adecuado. Para estudiar la incidencia de los mayores niveles de recursos propios y de provisiones sobre la rentabilidad debemos primero definir lo que se entiende por este concepto.

La definición propuesta es simple: la rentabilidad es la relación entre los beneficios y los recursos propios. A partir de esta definición se deduce que la rentabilidad y la solvencia son objetivos enfrentados, aunque obligados a convivir. En efecto, alcanzar mayores cotas de solvencia supone, en principio, una depresión de la rentabilidad de los recursos propios.

No obstante, esta incompatibilidad es distinta si los mayores grados de solvencia se obtienen aumentando las provisiones o elevando los recursos propios; mientras que las dotaciones a provisiones reducen el beneficio en la misma cuantía, el aumento de los recursos propios produce una caída de la rentabilidad vía apalancamiento financiero.

Para estudiar con más detalle estas diferencias dividiremos la rentabilidad de los recursos propios en tres factores: la rentabilidad del negocio medida por la relación entre los flujos generados —beneficios más saneamientos— y el total balance; el apalancamiento financiero o cociente entre el total balance y los recursos propios; y el peso del beneficio respecto a las flujos generados. Es decir, utilizando la ecuación:

$$(B/RP) = (FG/TB) \times (TB/RP) \times (B/FG)$$

donde:

B = Beneficio antes de impuestos

RP = Recursos propios

FG = Flujos generados (beneficios más seneamientos de activos)

TB = Total balance

Nótese de entrada que la exigencia de recursos propios mínimos limita el mecanismo amplificador de los beneficios: en España, por ejemplo, según la nueva normativa estudiada se permite como máximo un apalancamiento de 25 veces los recursos propios, lo que supone una limitación absoluta independiente de la gestión de la entidad; aunque el mencionado mínimo puede alcanzarse con infinitas estructuras de riesgos, las cuales sí dependerán de la estructura inversora de la entidad.

Por otro lado, los saneamientos inciden en la rentabilidad de los recursos propios a través del reparto que se realice de los flujos generados, ya que un mayor nivel de saneamientos implica un deterioro de la relación B/FG. Sin embargo, en este caso el enfoque es muy diferente por una razón fundamental: dicha relación dependerá de la calidad de los activos y por lo tanto en gran parte de la gestión de la entidad.

Para analizar la rentabilidad de los recursos propios en los últimos años nos basaremos en los tres factores mencionados (ver cuadro n.° 5). El primero de ellos, los flujos generados en términos de balance medio (FG/TB), dependerá lógicamente de la evolución del negocio bancario; esto es, del margen de explotación, que no se analizará aquí (12).

El segundo, el apalancamiento financiero (TB/RP), evoluciona aparentemente de forma irregular si se observan los datos originales, ya que la regularización de los valores contables del inmovilizado y de la cartera de valores produce una fuerte discontinuidad en 1984 (13). Por ello en la segunda parte del cuadro se intenta corregir la discontinuidad que se produce al recogerse en un solo ejercicio la actualización derivada de la inflación de cuatro años (1979 a 1982) (14).

En base a los datos ajustados, se aprecia que los últimos años el apalancamiento ha aumentado continuamente, lo que ha tenido un efecto positivo sobre la rentabilidad de los recursos propios y, por contra, ha supuesto un descenso en el grado de solvencia. Sin embargo, dadas las características del negocio bancario, si bien es fundamental que el nivel de solvencia sea «suficiente», no resulta deseable un apalancamiento excesivamente reducido, ya que podría traducirse en una elevación de los márgenes para asegurar la remuneración del capital con la consiguiente pérdida de eficiencia del sistema. En este sentido se observa que aún está lejos del nivel máximo permitido por la normativa actual.

En cualquier caso, dicho efecto positivo sobre la rentabilidad de los recursos propios ha sido muy importante, ya que justifica casi el 30 por 100 del aumento de ésta en bancos y el 69 por 100 en cajas si se comparan sólo los años 1982 y 1985.

Otro hecho que debe destacarse es la similitud entre bancos y cajas en cuanto al grado de apalancamiento, llegando ambos a coincidir en el último

CUADRO N.° 6

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LOS FLUJOS GENERADOS

	1982	*1983*	*1984*	*1985*
Total Banca				
Amortizaciones	10,8	8,8	9,3	9,7
Saneamiento de créditos	38,0	47,5	46,7	32,2
Saneamiento de valores	8,8	4,8	3,2	4,5
Dotaciones fondos de pensiones	2,3	1,2	2,7	4,9
Dotaciones fondo fluctuación cambios	1,7	2,8	0,2	0,3
Otras dotaciones a fondos especiales	5,5	3,4	6,5	9,0
Beneficios	32,9	31,5	31,4	39,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Total Cajas				
Amortizaciones	12,5	10,6	11,1	11,4
Saneamiento de créditos	21,6	31,7	25,4	20,9
Saneamiento de valores	8,3	4,0	1,3	1,2
Dotaciones fondos de pensiones	5,1	6,0	9,9	12,0
Dotaciones fondo fluctuación cambios	—	—	—	—
Otras dotaciones a fondos especiales	1,0	4,6	8,6	10,0
Beneficios	51,5	43,1	43,7	44,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Boletín Económico del Banco de España (marzo 1986). Elaboración propia.

ejercicio, por lo que este factor no explica la diferente rentabilidad de los recursos propios de estas entidades.

Por último, el tercer factor básico, la relación beneficios/flujos generados, está marcado tanto por las exigencias de saneamientos como por las políticas de presentación de resultados de las entidades.

En principio, el aumento de esta relación en el último año implica unas menores necesidades de saneamientos. Sin embargo, para analizar esta afirmación en toda su magnitud es obligado estudiar el reparto de los flujos generados, ya que existen dotaciones a provisiones genéricas perfectamente asimilables a beneficios (15). En el cuadro n.° 6 se presenta la distribución porcentual de los flujos generados en los cuatro últimos años.

El pasado año ha representado para la banca el primer ejercicio de transición hacia la normalización, ya que la fuerte crisis económica y bancaria exigió unas normas rigurosas de provisiones para saneamientos cuya adaptación ha supuesto realizar elevadas dotaciones. En 1985 los saneamientos de créditos más valores han representado en la banca el 37 por 100 de los flujos generados, 13 puntos menos que en 1984. Sin embargo, esto no quiere decir que la banca española tenga todos sus riesgos suficientemente cubiertos, ya que, como se ha señalado anteriormente, la evolución de la situación internacional ha otorgado al riesgo-país una gran importancia. Por ello la normativa sobre cobertura de este riesgo se ha ido endureciendo y ha supuesto un nuevo esfuerzo a repercutir en la cuenta de resultados. Tanto es así, que de no haber sido por estas necesidades de cobertura en 1984 y 1985 los saneamientos habrían representado 5,2 y 6,9 puntos menos en términos de flujos generados.

En las cajas las necesidades de saneamientos de crédito y valores han sido mucho más reducidas, debido sin duda al fuerte intervencionismo en sus inversiones que han hecho a estas instituciones menos sensibles a la crisis. Por ello, a pesar de la reducción de sus dotaciones en los dos últimos años, la caída ha sido inferior que en la banca. También se han visto beneficiadas por la carencia de inversiones en el exterior, no viendose afectadas por el riego-país gracias a lo cual ya en 1984 se observa un fuerte descenso de los saneamientos.

Otro factor que ha adquirido importancia dentro de la política impulsada por las autoridades supervisoras de aumentar la solvencia de las entidades mediante una cobertura adecuada de los riesgos y compromisos son

las dotaciones a fondos de pensiones (16), a las que en 1985 se han destinado casi el 5 por 100 de los flujos generados en la banca y nada menos que el 12 por 100 en cajas. Esto supone otro capítulo donde se está produciendo la adaptación a criterios conservadores de imputación de gastos, ya que hasta fechas recientes la mayoría de las entidades adoptaban el criterio de «pago sobre la marcha», cargo directo a la cuenta de resultados cuando obviamente las pensiones futuras deben de considerarse un mayor coste del personal activo y por tanto debe imputarse a lo largo del período activo del mismo.

Por lo tanto, se puede afirmar que, a pesar de lo comentado, todavía existen capítulos pendientes (riesgo-país y fondos de pensiones fundamentalmente), donde las dotaciones realizadas no se derivan solamente de los compromisos devengados y de los riesgos que a lo largo del ejercicio pasan a considerarse dudoso sino que responden a políticas de saneamiento poco conservadoras del pasado. Ello probablemente sucede también en parte con la cobertura del riesgo de insolvencia, aunque se puede decir que el mayor esfuerzo ya se ha realizado.

En cualquier caso, 1985 en la banca y 1984 en las cajas de ahorro han sido los primeros ejercicios en los que las menores necesidades de saneamiento han supuesto que una mayor proporción de los flujos generados hayan pasado a engrosar el beneficio o las dotaciones a otros fondos especiales que en muchos casos se corresponden con beneficios encubiertos. Estas dotaciones han mantenido una evolución creciente con la única salvedad del ejercicio 1983 en la banca, caída que se corresponde con el año en que estas entidades realizaron el mayor esfuerzo saneador.

De todo lo anterior se concluye que la principal causa del aumento de la rentabilidad de los recursos propios en la banca ha sido la conclusión de la adaptación de estas entidades a las normas sobre provisiones. En las cajas, sin embargo, no se aprecia un movimiento de esta importancia, ya que en el ejercicio equivalente a estos efectos, 1984, no se produjo una mejora sustancial del peso de los beneficios en los flujos generados, al desviarse las menores necesidades de saneamientos a otras dotaciones a fondos de pensiones.

Todos estos procesos, unidos a la evolución de la rentabilidad del negocio, han acarreado una mejora sustancial de la rentabilidad de los recursos propios que, teniendo en cuenta que se ha conseguido a pesar de ser un período de fuertes ajustes, supone una importante mejora en el grado de solvencia, ya que, lógicamente, la viabilidad de una empresa a largo plazo será mayor cuanto más alta sea su rentabilidad —dando por sentado que ésta no se consigue a cambio de deteriorar sus saneamientos.

NOTAS

(*) Este artículo es un resumen de la segunda parte de una investigación financiada por la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, a la que agradecemos el apoyo prestado. Agradecemos también a una serie de personas que han tenido la amabilidad de leer versiones anteriores de este artículo. Entre éstas queremos destacar a Antonio Torrero y José Antonio Trujillo, Rafael Manzanares leyó las secciones dedicadas a las provisiones por riesgo-país, María Dolores Beato aportó comentarios útiles y nos ayudó con la redacción, cuestión a la que también contribuyó Julio Hernando. Por último, Ana Constán contribuyó decisivamente a la mecanografía. Sin embargo, los autores somos los únicos responsables de cualquier error que pueda subsistir.

(1) Circular 1/1982, de 26 de enero.

(2) Circular 15/1984, de 4 de mayo.

(3) Circular 15/1985, de 30 de abril.

(4) Se trata de la Circular 34/1984, de 16 de octubre, del Banco de España a las entidades de depósito que, junto con las modificaciones posteriores, originó una norma refundida y, en algunos aspectos importantes, distinta, a mediados del año en curso —Circular 8/1986, de 28 de abril, del Banco de España a las entidades de depósito.

(5) Quien esté interesado en estudiar más a fondo este tema puede consultar, entre otras, las siguientes fuentes: Overholt (1982), Nagy (1984) y Krayenbuehl (1985), y las referencias bibliográficas que aparecen en este último.

(6) Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, *Management of Banks' International Lending: Country Risk Analysis and Country Exposure Measurement and Control* (Basilea, marzo 1982).

(7) Peat Marwick (1986). Esta es la segunda edición, actualizada y ampliada, de un estudio anterior.

(8) Dos años antes de la primera norma de provisiones por riesgo-país, el Banco de España publicó una circular exigiendo a bancos y cajas que informen de la distribución por países de sus riesgos y recursos. Véase la Circular 9/1982, de 26 de noviembre, del Banco de España a la banca privada y a las cajas de ahorro, que establece un nuevo modelo de información de riesgos y recursos por países.

(9) Banco de España, *Boletín Económico*, marzo 1986.

(10) Un primer trabajo, que contiene gran parte de las ideas básicas en relación con este tema, es el de Poveda (1985). Un artículo con un objetivo más amplio es el de Del Valle (1986).

(11) En realidad existe una séptima categoría, los activos ficticios, pero con un coeficiente del 100 por 100 que implica que estos activos deben estar totalmente cubiertos por recursos propios o, lo que es lo mismo, que se deducen de éstos.

(12) El análisis de la cuenta de resultados y, por tanto, del margen de explotación, se encuentra en nuestro artículo «Evolución reciente del negocio y de la cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorro» en este mismo número.

(13) La Ley de Presupuestos de 1983 autoriza a recoger dentro de los recursos propios el incremento de valor derivado de la depreciación monetaria. En realidad esta revalorización contable figura por primera vez en el balance al 31 de diciembre de 1983, pero al tomarse cifras medias de balance prácticamente no afecta a ese ejercicio, mostrando su impacto en el año siguiente.

(14) El ajuste se ha realizado suponiendo que la regularización hubiese sido recogida en el primer balance mensual de 1982 y, por tanto, el importe de la regularización se ha sumado al total balance y a los recursos propios de dicho año y el siguiente. Este ajuste se justifica por dos razones. En primer lugar, este artículo se centra básicamente en los dos últimos ejercicios (1984 y 1985) y el año 1982 sólo se hace figurar a efectos comparativos. En segundo lugar, si se dispusiese del importe de la revalorización derivada de la inflación de cada uno de los años, podría imputarse a 1982 tan sólo el valor referido a los años anteriores, a la vez que se facilitaría el estudio de la rentabilidad de los recursos propios en términos reales, pero careciendo de esta información es más lógico analizar la serie corregida que la original, distorsionada por la falta de periodicidad de las actualizaciones.

(15) De hecho, en la definición del coeficiente de recursos propios las provisiones con carácter genérico se asimilan a las reservas.

(16) La Circular 15/1986, de 23 de septiembre, del Banco de España obliga a las entidades de depósito a tener constituidos fondos suficientes que cubran los compromisos de pensiones con su personal pasivo. Posteriormente, la Circular 11/1987, de 13 de marzo, obliga a cubrir los compromisos por pensiones con su personal activo en la parte devengada.

BIBLIOGRAFIA

BANCO DE ESPAÑA, (1986), «Las Cuentas de Resultados de las Entidades de Depósito en 1985», *Boletín Económico*, marzo.

— (1985) *Informe Anual*.

DALE, R. (1984), *The Regulation of International Banking*, Cambridge, Woodhead-Faulkner Ltd.

DEL VALLE, A., (1986), «Coeficientes de recursos propios: fundamentación, significado y consecuencias para el sistema bancario», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, Suplementos sobre el Sistema Financiero n.º 13.

IBCA (1985), Real Bank Profitability, octubre.

KRAYENBUEHL, T. E., (1985), *Country Risk*, Woodhead-Faulkner Ltd. Cambridge.

NAGY, P. J. (1984), *Country Risk; How to Asses, Quantify, and Monitor it*, Euromoney Publications, rivised edition, Londres.

OLLARD, W. (1986), «The Debt Swappers», *Euromoney*, agosto, págs. 67-74.

OVERHOLT, W. H. (1982), *Political Risk*, Euromoney Publications, Londres.

PEAT MARWIK (1986), *Allowances for Sovereing Risk - An International Survey*, Frankfurt am Main.

POVEDA, R. (1985), «Recursos propios y activos de riesgo en las entidades financieras. La regulación española». Conferencia pronunciada en las Jornadas de Mercado Monetario de Intermoney, Puerto de la Cruz, mayo de 1985.

SCHWIETERT, A. (1985), «Vigilancia del riesgo por países», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, 10.

EL COEFICIENTE DE INVERSION 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. Cierto 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 conyuntura 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 categorías de recursos u operaciones incluidas en la base de computo.

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 entidades: 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 industrías 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 refinanciaciones 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 plazo 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 aquéllos 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 cooperativas 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 movibles 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 recursos 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 secundaria (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 financiables 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), financiaciones 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 computables, 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.° 1

INVERSIONES COMPUTABLES EN EL COEFICIENTE
(Tramo de inversiones especiales)

	Miles de millones de pesetas y porcentajes		
	Diciembre 1984	*Diciembre 1985*	*Octubre 1986*
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.° 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.

rio al Mercado Común, y del retroceso 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 cubierto con cédulas para inversiones.

Por su parte, las *financiaciones al Banco de Crédito Agrícola* experimentan durante el período un fuerte crecimiento, fomentado 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 inversiones típicas en la agricultura la totalidad de los nuevos fondos recibidos.

Volvamos al *crédito a la exportación*. El cuadro n° 3 recoge, desglosándolo por líneas de apoyo, el conjunto del crédito a la exportación computado en el coeficiente (sea en el mínimo especial o en el resto), y el del Banco Exterior, financiado con fondos 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 pesetas, retrocede en los primeros diez meses del año siguiente un 20 por 100, algo más de 300 mil millones.

El crédito a corto plazo soporta tres cuartas partes del retroceso. Al comenzar 1986 se completa la expulsión, iniciada cinco años antes, de la línea de capital circulante a empresas exportadoras del cuadro de líneas protegidas; dejan por tanto, definitivamente, de producirse altas por este concepto; los saldos subsistentes en octubre de 1986, remanentes de créditos concedidos en los dos últimos meses de 1985, tendrán que ser amortizados antes de finalizar el año. La pre y postfinanciación a corto plazo de exportaciones específicas de bienes de consumo, intermedios 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 voluminosa, 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 quinquenal 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 exportación, que retrocede, en pesetas, un 6 por 100 en el período enero-octubre, respecto de los mismos meses del año anterior (cifras de Aduanas); y del lado de la oferta de crédito, una escasa o nula necesidad por parte de las entidades de crédito de generar activos computables en el resto del coeficiente. El resultado es un descenso de 37 por 100 en el conjunto del crédito a corto plazo, de un 35 por 100 en

CUADRO N.° 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 n° 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.° 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° 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 inducirlas 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.° 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.° 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 protegidos. 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 circustancias: 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 complicando 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, tapona 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 tapar (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 incrementos 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.°, 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 veinticuatroavas 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 escaparate 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.

LA REFORMA DEL COEFICIENTE DE INVERSION DE MARZO DE 1987

Raimundo POVEDA

EL trabajo anterior se terminó en enero de 1987. Ya compuesto y a punto de publicarse, ha tenido lugar la penúltima reforma del coeficiente, allí anunciada. No la última, porque aunque el cambio es radical, y supone la práctica desaparición del tramo de inversiones especiales, esto es, del coeficiente como instrumento de financiación selectiva, se mantiene sin embargo su presencia simbólica, que evita por el momento su definitiva extinción. Esa reforma hace imprescindible añadir una postdata.

Los puntos esenciales del R.D. 321/1987, de 27 de febrero, son la reducción inmediata, esta vez sin período de adaptación, del tramo de inversiones especiales, desde el anterior 13 por 100 (valor final: su nivel transitorio aún era bastante superior) al 1 por 100. Y la expulsión del coeficiente de casi cualquier línea de financiación protegida, excepto los pagarés del Tesoro y las que excepcionalmente se reservan para atender las peculiaridades legales de ciertos grupos de entidades; también esa expulsión, a diferencia de las de 1985, es de efecto inmediato.

En su actual configuración, el coeficiente comprende un sólo tramo (no dos incomunicados, como antes), con un mínimo dentro de él. El mínimo se cubre con pagarés del Tesoro, y con otras deudas del Estado y Tesoro que el gobierno califique en su momento como computables; todavía no se ha calificado ninguna otra deuda, por lo que el mínimo resulta fiel sucesor del tramo anterior dedicado a los pagarés del Tesoro, tanto más cuanto que sigue establecido al nivel del 10 por 100 (salvo para las cajas rurales, en que baja al 8 por 100 por las razones que luego veremos).

El resto del coeficiente se cubrirá: a) con el exceso de activos computables en el mínimo sobre el 10 por 100; b) con la cartera de antiguos activos computables poseída a la entrada en vigor del real decreto, incluyendo las disposiciones de operaciones crediticias formalizadas antes de esa fecha (que es el 6 de marzo); c) con títulos emitidos por las comunidades autónomas, o los títulos o activos calificados por ellas, dentro de las limitaciones que al respecto establece la Ley 13/1985; d) en el caso de las cajas rurales, con títulos emitidos por el Banco de Crédito Agrícola, o con los activos que el gobierno determine cuya finalidad sea el fomento de la agricultura, las industrias agrícolas, agroalimenticias o pesqueras (*sic*), o la mejora del medio rural; y e) en el caso del Banco Exterior, con créditos a la exportación a países no pertenecientes a la CEE, e incluibles en el ámbito de los acuerdos multilaterales sobre crédito a la exportación con apoyo oficial.

La vertical reducción del «resto» del coeficiente ahoga, por el momento, el interés por su contenido. La inmensa mayoría de las entidades no tendrán que preocuparse durante mucho tiempo de realizar inversiones computables, ya que su 1 por 100 (o 3 por 100 en el caso de las cajas rurales) será holgadamente cubierto con los residuos no amortizados de la vieja cartera computable. Sólo en casos excepcionales (una entidad de nueva creación, algún banco extranjero que haya cubierto en el pasado una parte importante de sus obligaciones de inversión con financiaciones a terceros, o algún banco en saneamiento al que se le agote la exención del coeficiente) ese 1 por 100 será operativo en, digamos, los próximos cinco años. ¿Qué podría hacer, en tal caso, esa entidad, o qué podrán hacer todas cuando su vieja cartera se amortice? Si se trata de un banco, de una caja de ahorros, o de una cooperativa no rural, sólo una cosa: comprar más pagarés del Tesoro (u otras deudas públicas, caso de que el gobierno las haya hecho computables). En efecto, las dos últimas opciones les están vedadas, pues el decreto las reserva para las cajas rurales o el BEE. Y las inversiones en títulos autonómicos o activos calificados por las CC.AA. (en cualquier caso, reservados a las cajas de ahorros y cooperativas de crédito radicadas en territorios autonómicos cuyos gobiernos hayan asumido competencias sobre inversiones obligatorias) también lo estarán indirectamente: según la Ley 13/85, no pueden exceder del 20 por 100 del resto de las inversiones, pero, en la hipótesis que estamos considerando, ese resto será cero, o a lo sumo muy pequeño y aproximándose rápidamente a cero. Por tanto, sólo restan, como activos de cobertura, los pagarés del Tesoro. Se-

guramente, este escenario es el que ha movido a romper la incomunicación entre los tramos que existía en la reglamentación precedente.

¿Por qué se mantiene la línea reservada a las CC.AA., de, al parecer, tan escasa eficacia? Nótese que transitoriamente esa línea sí podría generar financiación, mientras existan viejas inversiones obligatorias distintas de las deudas públicas. Las CC.AA. podrían exigir de las cajas de ahorros o de las cooperativas sometidas a su disciplina la inversión de un porcentaje obligatorio (no superior al 20 por 100) de esa cartera en «sus» activos. Las entidades afectadas, excedidas de coeficiente, tendrían entonces que sobreinvertir para atender esa obligación autonómica. El mantenimiento en el R.D. 321/1987 de esa línea de inversión sólo se explica aceptando ese supuesto. La redacción de la Ley 13/1985 tiene un corolario obligado: como la parte del coeficiente utilizado por las CC.AA. no puede exceder de una fracción de las inversiones obligatorias, cuando las autoridades centrales decidan liberalizar su política y renuncien por tanto a este instrumento de intervención selectiva, como ahora ha sucedido, las CC.AA. tendrán, automáticamente, que aceptar la misma política. Esto es coherente con el principio de unidad de mercado y con las facultades básicas que, en materia de dirección del crédito, tiene el gobierno. Otra cosa resultaría poco equitativa para las entidades sometidas a la potestad de las autonomías, que tendrían que competir en desventaja con entidades plenamente liberalizadas. Parece, sin embargo, que el R.D. 321/1987 elude, siquiera sea de modo transitorio, ese corolario de la Ley, quizás para evitar roces políticos o competenciales. Habrá que esperar pues del buen sentido de las CC.AA. que éstas admitan las consecuencias de la liberalización y renuncien a extraer financiación privilegiada de un instrumento prácticamente caducado.

La excepción abierta para las cajas rurales no es menos complicada. En la Ley 13/1985 existe un pasaje críptico (art. quinto, 4) que obliga a estas entidades a destinar «hasta el 25 por 100 de sus activos computables al fomento de la agricultura, las industrias agrícolas y la mejora del medio rural». En la reglamentación precedente esa regla no fue desarrollada, entre otras cosas porque no es fácilmente desentrañable. Su literalidad (la expresión «hasta el») parece aludir a un máximo, pero en tal caso la norma no tiene mucho sentido; de hecho, la reglamentación anterior (que obligaba a destinar a ese fin, implícitamente, el 56,5 por 100 de la cartera computable) no lo entendió así. Habrá que pensar, pues, que por un *lapsus calami* el legislador dijo «hasta el» cuando realmente pensaba en «no menos del». Pero el 25 por 100 del 11 por 100 es un 2,75 por 100. Por consiguiente, para que las cajas rurales cumplan con esta lectura de la Ley, su coeficiente no puede contener un 10 por 100 de pagarés del Tesoro: a lo sumo, un 8,25 por 100. De ahí el mínimo especial del 8 por 100 que en su caso se establece para los títulos del Estado y Tesoro. De ahí, también, la apertura de una línea de activos susceptibles de satisfacer esa obligación específica. En tanto el gobierno no la desarrolle, las cajas rurales contarán, como activo computable, con las cédulas emitidas por el BCA. En cualquier caso, ese desarrollo no corre prisa; las cajas rurales tampoco tendrán que realizar nuevas inversiones computables durante años.

Dos apostillas al tema de las cajas rurales. La primera es un interrogante: ¿dónde encajarán las cajas rurales sometidas a la potestad de una comunidad autónoma los activos autonómicos? El R.D. 321/1987 les obliga a destinar todo el resto del coeficiente a cédulas BCA o a los activos que el gobierno determine. No hay sitio pues para los activos autonómicos. ¿Estaremos ante otro caso de sobreinversión forzosa, en este caso permanente? La segunda es que al autor se le escapa por completo qué puedan pintar los activos de fomento de las «industrias pesqueras» en las inversiones obligatorias de una caja rural (dejando aparte al hecho de que esos activos no encajarían en la obligación impuesta por el artículo quinto, 4, de la Ley 13/1985).

Los grandes excluidos del coeficiente de inversión en la reforma de marzo de 1987 son las cédulas para inversiones, el crédito a la exportación y la financiación de la vivienda. Las demás exclusiones se refieren a activos que estaban ya en un proceso programado de exclusión y que, de hecho, habían dejado de producir financiación neta (o, en algunos casos, incluso bruta).

Por lo que respecta a las cédulas para inversiones, su desaparición viene suavizada por dos consideraciones. En primer lugar, desde hace tiempo las entidades oficiales de crédito y el ICO han comenzado a desarrollar fuertes alternativas, independientes, de financiación (préstamos exteriores, emisiones de tí-

tulos, préstamos interbancarios, incluso depósitos); la progresiva normalización de los tipos de interés de muchas de sus operaciones activas les permite ya captar pasivo en condiciones de mercado. En segundo lugar, y en la medida en que el Estado aún tenga que complementar esas fuentes alternativas con dotaciones, la gradual aproximación de los tipos de las emisiones libres a los tipos de las cédulas para inversiones reduce el coste presupuestario de renunciar a ese mecanismo privilegiado de financiación pública. En todo caso, hay que suponer que la banca oficial intensificará sus esfuerzos para conseguir plena autonomía financiera.

La exclusión parcial del crédito a la exportación se ha acompañado de una reforma en profundidad de su regulación (contenida en el R.D. 322/1987, de 27 de febrero, y OM de 5 de marzo, ambos sobre medidas de apoyo oficial al crédito a la exportación). En esta revisión desaparecen todas las figuras de crédito a corto plazo a la exportación, así como las financiaciones de inversiones exteriores para fomento de la exportación. También se excluyen los créditos que financian exportaciones con destino a países de la CEE. Las únicas operaciones que conservan el apoyo oficial son las recogidas en los acuerdos multilaterales en los que participe España (consenso general de la OCDE, y consensos especiales para buques, centrales nucleares, estaciones de comunicación vía satélite y aeronaves civiles).

Las modalidades de apoyo oficial a la exportación son la computabilidad en el coeficiente del BEE (pero ya no, para nuevas operaciones, en el de las demás entidades de depósito), la financiación con fondos oficiales a través del BEE, y la subvención de intereses (de la que no se excluye a las demás entidades de depósito). Debe subrayarse que el ámbito de las operaciones subvencionadas, limitadas antes a las financiadas en divisas convertibles cotizadas en el mercado español, se extiende ahora a las operaciones en pesetas y en ECUS. Esta importante extensión, junto con el hecho de que las operaciones subvencionadas son la única vía con que contarán los bancos privados para mantener su presencia en el crédito a la exportación con apoyo oficial, podría infundir nueva vida a unos esquemas que hasta el momento no han dado tanto juego como se esperaba cuando fueron introducidos con carácter general en 1983. Siempre, naturalmente, que el coste de los recursos que servirá para determinar las subvenciones, y que será fijado por el Ministerio de Economía y Hacienda (en función de los tipos de interés del mercado), resulte realista para las entidades, y les permita interesarse en estas financiaciones.

La vía de la subvención de intereses sigue abierta, también, en el caso de la vivienda de protección oficial, la tercera gran expulsada del coeficiente. En este caso el cumplimiento de los objetivos parciales del Plan Cuatrienal, el interés mostrado por las entidades (sobre todo por las cajas de ahorros, pero también por cierto número de bancos) y la evolución general de los tipos de interés, han permitido reducir, en 1987, el nivel de las subvenciones, mediante el procedimiento de rebajar sustancialmente (en 1,75 puntos, al 11,75 por 100) la rentabilidad garantizada a las entidades. Se cumple así el principio general de que la carga presupuestaria de las subvenciones hace que la Administración vigile con mayor cuidado un circuito privilegiado basado en la subvención de intereses que un circuito privilegiado basado en un coeficiente obligatorio.

La presencia en el coeficiente de inversión regulado por el R.D. 321/1987 de algunos activos distintos de las deudas públicas, o del crédito a la exportación con tipos de interés fijados por el consenso de la OCDE, obliga a mantener la regulación oficial de sus tipos. Se mantiene el sistema precedente de un techo y un suelo separados por un margen de dos puntos. Pero el tipo de referencia que determina el suelo se modifica. Se abandona el de los pagarés del Tesoro, lastrado por influencias ajenas a la problemática del crédito, y se sustituye por un indicador (más que un tipo propiamente dicho) del mercado: el rendimiento medio bruto ponderado, en la Bolsa de Madrid, de la deuda del Estado a medio y largo plazo durante el semestre precedente. Este indicador, que ya venía utilizándose como referencia de los tipos españoles en relación con el consenso de la OCDE desde hace algún tiempo, viene presentando una evolución razonable. Quizá la seguridad que ello da ha permitido al legislador prescindir, ahora, de la facultad que antes tenía el Ministerio de Economía y Hacienda de ampliar el margen del tipo máximo sobre el mínimo a cuatro puntos.

De la prolijidad en que había caído la normativa sobre coeficientes de inversión obligatoria u otros circuitos privilegiados que afectan a las entidades de depósito da fe el hecho de que los RR.DD. 321/1987 y 322/1987 y

la OM de 5 de marzo derogan expresamente, entre los tres, cincuenta y una disposiciones con rango de decretos y órdenes ministeriales. Esa jungla legal contenía, por supuesto, un buen número de normas de escasa o nula aplicación, pero, en cualquier caso, convertía el campo en un coto cerrado para especialistas, dificultando su apreciación de conjunto y alejando la legislación, y su práctica, de la intención política de las autoridades.

OPINIONES

Las opiniones que, sobre la situación actual y el previsible desarrollo de nuestro sistema financiero, se ofrecen al lector tratan de mostrar un panorama de lo que piensan los responsables directos de la gestión de fondos, seleccionados básica y precisamente por su cualificación profesional y su cercanía al funcionamiento real y diario del sistema. Desde la perspectiva propia de cada puesto de observación se ha buscado un conjunto de puntos de vista que subrayen con claridad dónde está y hacia dónde puede ir nuestro sistema financiero, valorando cualitativamente los hechos que se han venido produciendo en su evolución reciente, y que pueden ser objeto de distintas apreciaciones en función de la experiencia personal y directa de cada encuestado.

Carlos ARENILLAS LORENTE

Socio Director de Corretaje e Información Monetaria de Divisas (CIMD).

¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?

Dado que la pregunta sólo inquiere acerca de *el* elemento, en singular, me veo obligado a resolver un problema de orden jerárquico, asunto que no domino con soltura. En cualquier caso, creo que este elemento ha sido la implantación y desarrollo, en los últimos años, de un *mercado secundario,* profundo y arraigado, de deuda del Estado a corto plazo —los famosos pagarés del Tesoro—, apoyados sobre un sistema de *anotaciones en cuenta,* y sobre un mercado de emisión de títulos mediante *subastas competitivas* en las que el precio es fijado por los demandantes. Las consecuencias posteriores de este hecho en los hábitos de los mercados monetarios, en la formación de los tipos de interés y en las relaciones entre los participantes en estos mercados, han sido de una importancia singular.

¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?

A mi entender, esta pregunta afecta a dos cuestiones. En primer lugar, hace falta responder acerca de la bondad o no de dicho proceso, cuyo inicio puede situarse en la segunda mitad de los años setenta, y, en segundo lugar, la pregunta afecta a la situación actual de ese proceso.

Respecto a la primera cuestión, mi opinión es, sencilla y llanamente, *positiva.* Creo que es positivo y deseable, en general, avanzar en una línea de menor intervencionismo en los mercados financieros nacionales y favorecer la especialización por vocación de los propios participantes. La desintermediación bien controlada por los propios protagonistas siempre favorecerá a los mercados y a sus participantes, obteniendo situaciones más óptimas en la formación de los precios de los activos negociados y en la asignación de los recursos financieros generados por el país.

¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.

En términos generales, positiva. Como ya señalé, para mí el elemento de cambio-liberalización más importante en los últimos años fue la implantación de profundos y arraigados mercados secundarios de títulos públicos (los PT) apoyados en un sistema de anotaciones en cuenta, dotando a los títulos a corto plazo del Estado de una gran liquidez, y colaborando a la formación en nuestro país de una curva de tipos de interés-plazo cada vez más congruente, así como vertebrando los mercados privados.

Ahora bien, en los últimos dos años la política de deuda del Estado parece haber entrado en un período de hibernación, la brillante experiencia iniciada por los PT se ha visto, por un lado, condicionada por, llamémoslo así, «problemas fiscales», y, por otro, su lógica continuidad en mercados semejantes en plazos superiores (bonos y obligaciones) se está viendo alarmante e incomprensiblemente retrasada.

¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercado financieros privados?

A menudo, en nuestros mercados financieros se le ha pedido al Banco de España, o se le ha dejado, o, si lo prefieren, se le ha obligado a tener un protagonismo que me *atrevería* a calificar de excesivo, y digo esto, no porque sea el espíritu de los órganos de gobierno del Banco de España, sino porque, desgraciadamente, la iniciativa privada no ha actuado muchas veces con la creatividad esperada. Estas consideraciones vienen al caso en el tema de los mercados financieros privados.

Estoy convencido de que sobre la necesidad de éstos existe un amplio consenso de opinión, incluida la del Banco de España, pero su desarrollo se ve obstaculizado por dos tipos de factores. El primero se refiere a los problemas de orden jurídico y fiscal. Por ejemplo, va a ser difícil encontrar soluciones prácticas y operativas con una ley de activos financieros como la que está en vigor en la actualidad, o con unos aranceles decimonónicos en concepto de fe pública.

El segundo se refiere a lo que al comienzo calificaba de falta de agresividad de la iniciativa privada. También hay consenso sobre lo indispensable de proceder a crear sociedades de *clearing* que agilicen la contratación de los activos privados, o sobre la conveniencia de crear sociedades de *rating* independientes que faciliten la cualificación de riesgo; pero no se crean.

La conclusión de todo ello es que en este tema el Banco de España puede alentar iniciativas en el desarrollo de los mercados financieros privados, pero su la-

bor debería limitarse a supervisar su funcionamiento, a fin de que no produzcan riesgos innecesarios en la evolución del sistema financiero general, y no suplantar el protagonismo creativo que debería tener en estos temas la iniciativa privada.

¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circustancias que explican tal situación. Y ¿a qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?

Definitivamente no. Los motivos son múltiples y creo que ampliamente conocidos.

Por su importancia, a mi entender, destacaré la falta de una *información financiera* transparente y, por tanto, sistematizada y regular, y la no existencia de sociedades de *rating* privadas e independientes.

Sin lugar a dudas, esto hace que un gran porcentaje de compañías de tamaño medio, e incluso grande, no puedan ponerse en contacto con los mercados financieros de activos privados para así financiarse. Los riesgos, claro está, ante la falta de información transparente y cotejable, son altos para los posibles demandantes de títulos y esto alimenta el problema inicial, creándose una situación de estancamiento y aletargando la «educación financiera» del mercado nacional.

A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?

Para alguien que, como yo, trabaja en los mercados monetarios, resulta algo recurrente esta pregunta; en cualquier caso, emitiré mi —un tanto apasionada— opinión: *altamente positiva*. Destacaré dos niveles:

- El *técnico*. La introducción de la banca extranjera, hace ya ocho años, ha supuesto un importantísimo revulsivo en el área de los mercados monetarios, pues su función en ellos, a pesar de sus limitaciones, ha sido enormemente creativa, a la par que ha colaborado, por principio de competencia, a desarrollar determinadas áreas de nuestro sistema crediticio.

- El *profesional*. Es éste un aspecto que no se ha valorado en su justo peso. La banca extranjera ha supuesto una magnífica escuela para muchos profesionales españoles. Se pueden contar por docenas el número de profesionales que han prestado sus servicios en algún área de algún banco extranjero establecido en España; muchos de ellos están trabajando actualmente en compañías españolas (bancos y empresas públicos y privados, SMMD, instrumentales, compañías de seguros, *brokers*, etcétera), e introduciendo, de alguna manera, en su trabajo, técnicas que han sido aprendidas y practicadas en los años que trabajaron en los bancos extranjeros.

¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?

Enfrentando los momentos actuales, el comienzo del nuevo año 1987, resulta dificil creer en la viabilidad del 5 por 100 de inflación prevista por el gobierno. Si tenemos en cuenta datos tan preocupantes como el déficit público, el precio del crudo, la no existencia de un acuerdo general sobre el aumento salarial, etc., el panorama no parece halagüeño. Pero el ajuste de nuestra economía debe seguir y nadie puede negar la importancia que para España tiene reducir este año drásticamente el diferencial de inflación con los países de la OCDE. Por tanto, hay que optar por defender que se debería utilizar con más «generosidad» la política monetaria en el *cocktail* de 1987.

La conclusión de este elemental argumento lleva a contestar la pregunta diciendo que, de ir todo bien, los tipos de interés se verán presionados al alza en la primera mitad del año por motivos de la necesaria política monetaria, y deberán descender con suavidad, pero decididamente, en la segunda mitad, caso de haber conseguido descensos significativos en el índice de precios durante el primer semestre.

Pedro GARCIA FERRERO

Presidente Ejecutivo de Sociedad de Intermediación de Activos Financieros, S.A. (SIAF).

¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?

Depende del período que se considere. Si como «últimos años» tomamos, por ejemplo, los últimos cinco, yo diría que el factor decisión del Tesoro de crear un mercado de financiación de sus déficit de tesorería. Me refiero, naturalmente, a los pagarés del Tesoro y a las innovaciones técnicas que a su introducción vinieron asociadas. Si,

por el contrario, tomamos un período mayor, es obvio que el «elemento de cambio-liberalización» que pide la pregunta ha sido la propia decisión política, en sentido amplio, de poner rumbo hacia un sistema más abierto a las fuerzas de mercado.

En realidad, los factores que hemos destacado, en uno y otro horizonte retrospectivos, no difieren en su naturaleza y deben considerarse jalones en la aplicación y desarrollo de un diseño o modelo, planteado como objetivo a largo plazo. Debo decir que la perspectiva histórica que supuso la adopción de este modelo, a principios de la pasada década, se ha mantenido inalterada con sorprendente coherencia, a pesar de las constantes interferencias, principalmente de orden fiscal, que han tenido lugar. Con signo negativo, yo singularizaría, en este sentido, la Ley de Activos Financieros como el retroceso más grave y como la mayor amenaza para aquel objetivo.

Tal vez no sea éste el lugar de justificar *in extenso* la elección de los pagarés del Tesoro como el factor de cambio singularmente más importante en la perspectiva de la liberalización del sistema financiero. Sólo por defenderme de la posible acusación de arbitrariedad aduciré aquí el papel decisivo que su introducción jugó en la «sutura» del mercado de coeficientes o reservas bancarias y el de créditos, escandalosamente divorciados hasta ese momento. La relación entre estos dos mercados no parece entenderse generalmente: se olvida el hecho determinante de que el coste de un depósito no es más que el de oportunidad de los coeficientes que lleva consigo.

¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?

Creo que el tema de la desintermediación hay que verlo en la perspectiva de la evolución general del sistema financiero.

La primera precisión que hay que hacer es que la intermediación en sentido amplio, entendida como emisión de activos financieros, se ha mantenido bastante estable (con ligera disminución en téminos relativos), como lo demuestra la cifra de variación de activos financieros de «empresas no financieras y familias», que ha oscilado en los últimos cuatro años en torno a los tres billones de pesetas. Por el contrario, la intermediación en sentido estricto, definida como el paso de los flujos a través del balance de las entidades de depósito, ha seguido aumentando en términos de porcentaje de la cifra total de variación de activos hasta 1984, inclusive. En 1985, por el contrario, se ha producido un brusco descenso —del 79 por 100 al 40,57 por 100— que hay que atribuir a la masiva transformación de pagarés bancarios en pagarés del Tesoro. Este proceso ha tenido un carácter tan atípico y único que habrá que esperar a los años sucesivos antes de aventurar conclusiones sobre el alcance y significado de la tan cacareada desintermediación bancaria. Por lo pronto, los depósitos han empezado a aumentar en los últimos meses.

Aun en el caso de que la evolución en años sucesivos confirmara la pérdida de protagonismo de los depósitos bancarios como fórmula favorita de inversión de empresas y familias, habrá que determinar qué parte de los activos no bancarios intermedian las entidades de depósito en su calidad de suministradores de servicios financieros —no olvidemos que en España estamos en presencia de un caso de «banca universal»—, antes de lanzar las campanas al vuelo en honor de los nuevos intermediarios. Todo esto sin menoscabo de su papel de revulsivo en la transformación del sistema financiero español.

¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.

Muy favorable, si tenemos en cuenta su limitado campo de acción y las constantes interferencias en él del sistema fiscal español, que ha sido, durante el período considerado, cambiante, imprevisible e incongruente. A pesar de ellas, basta volver la vista atrás, a la situación que el Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores (1978) describía, para darse cuenta de los progresos realizados. El principal ha sido, desde luego, el abandono de un sistema concertado con las entidades de depósito, que, entre otras muchas deficiencias, tenía la de aislar al principal emisor de las fuerzas del mercado, impidiendo, con ello, que apareciera una estructura razonable de tipos de interés de renta fija articulada en torno a lo que en todos los sistemas evolucionados ha constituido espina dorsal: la deuda pública.

También en este caso la decisión de emitir deuda pública a corto plazo ha servido de punta de lanza de la nueva orientación. Su irrupción masiva ha forzado una apelación directa a los inversores, aunque no puede dejarse de señalar que la celeridad con

que los déficit públicos se han producido ha exigido la creación de una demanda cautiva en forma de coeficientes, que seguiría distorsionando el proceso de formación de precios, si no lo hiciera ya, en el caso particular de los pagarés del Tesoro, la discriminación fiscal. Aun así, creo que la experiencia de estos dos últimos años con la deuda del Estado a medio y largo plazo, que no está sometida a esta segunda distorsión, evidencia claramente el camino recorrido. Tanto los mecanismos de emisión, con frecuente uso de la subasta, como la proliferación de intermediarios y la fluidez de los ajustes de los precios a las variaciones de las condiciones del mercado, suponen avances importantes, aunque insuficientes. De ello es consciente la Administración, que ha anunciado la implantación en fecha inmediata de un nuevo sistema de emisión y colocación de deuda pública, basado en las anotaciones en cuenta que, con tanto éxito, se introdujeron con los pagarés del Tesoro.

¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?

El Banco de España ha jugado el papel de impulsor y principal ejecutor de la ristra de reformas que a lo largo de los últimos quince años han intentado modernizar y han conseguido, en cierta medida, liberalizar el funcionamiento del sistema financiero español. Sobre esto no me parece que pueda abrigarse la menor duda. Para no tener que recorrer una a una las medidas que, iniciadas con la supresión de las líneas especiales de redescuento, han jalonado este proceso inacabado, creo que es preferible referirse al modelo que ha servido de inspiración, y cuya exposición más concisa y autorizada se encuentra en el n.° 10 de la serie azul de la publicación del Banco de España, *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos,* de Luis Angel Rojo y José Pérez. Se describe en este documento un esquema de política monetaria basada en el control de la cantidad de dinero, anticipándose así a lo que años más tarde harían la mayoría de los bancos centrales de los países occidentales.

Como resultado e instrumento a la vez de la aplicación de ese modelo, el propio banco implantó los mecanismos necesarios de contratación y compensación: primero el servicio teléfonico y después las anotaciones en cuenta. El Banco de España ha ido siempre por delante del mercado —salvo en contadas ocasiones, alguna de las cuales comentaremos al contestar otra de las preguntas— haciendo gala de una cierta medida de despotismo ilustrado y casi sin resistencia por parte del sistema bancario. Otra cosa es que este protagonismo sea o no sano para la evolución general del sistema financiero. Desde este punto de vista, tal vez fuera preferible que la presión se ejerciera de abajo a arriba y que la autoridad monetaria, o la Administración en sentido más amplio, se limitara a canalizar y dar forma a esa presión en el sentido deseado. Mucho me temo que esto, que sólo ha ocurrido en una mínima medida en el pasado reciente, no va a ocurrir tampoco en el futuro inmediato, probablemente porque la prolongada crisis bancaria ha roto el equilibrio de poderes en este sector en favor del Banco de España.

Por todo ello, parece inevitable que este último deba seguir jugando el papel, no sólo de estratega, sino también de ejecutor de la estrategia, incluso en aspectos en los que la iniciativa privada debería tener mayor protagonismo.

Los próximos meses van a ser testigos de un episodio particularmente ilustrativo en este sentido. El Banco de España, como banquero del Tesoro Público, se dispone a implantar un «sistema de anotaciones en cuenta» para la emisión y contratación de la deuda del Estado a medio y largo plazo. Visto desde la perspectiva de los cambios ya introducidos a lo largo de estos últimos años en los mercados monetarios, la reforma no supone más que una ampliación del radio de acción de sus mecanismos —servicio telefónico y anotaciones en cuenta, básicamente—, una extensión a plazos mayores. Casi una trivialidad. Visto desde el otro extremo: es decir, desde las prácticas hoy vigentes en los mercados de valores, el cambio se presenta como una revolución que alterará inevitable y profundamente su funcionamiento. En este caso, como en los anteriores, el banco está jugando el papel de instigador e impulsor del cambio y, al menos en el esquema anunciado, va a tomar sobre sí funciones de compensación y registro que van más allá de lo que es cometido usual de un banco central, pero que, si las desempeñara con éxito, nos pondrían en este campo por delante de todos, o casi todos, los sistemas de nuestro entorno. Piensen, por ejemplo, que en el Reino Unido, un sistema equiparable para la renta variable, conocido con el nombre de «Taurus», no está previsto que funcione hasta 1989, como muy pronto.

¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?

No. A pesar de las considerables dosis de flexibilidad introducidas, a pesar de la presencia masiva, desde hace ya ocho años, de la banca internacional, a pesar de los esfuerzos y cuantiosos recursos empleados en la reestructuración del sector, no puede decirse que nuestro sistema financiero esté en condiciones de tener una presencia significativa en los mercados financieros internacionales; y por presencia significativa quiero decir algo más que participar pasivamente en operaciones de euromercado. Para ello nos falta tradición e incluso una cosa más remediable: idiomas. Hemos vivido demasiado tiempo de espaldas al resto del mundo y esto no se remedia en unos años. Por otra parte, es notorio que los servicios financieros, salvo en casos muy excepcionales, se exportan de la mano de las grandes compañías internacionales, inexistentes en nuestro caso. Otra cosa es negar a la banca capacidad para defender su «territorio» frente a la presencia extranjera. En este terreno, yo creo que se infravaloraron las armas defensivas que nuestro modelo de banca universal pone en manos de sus miembros.

¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circustancias que explican tal situación.

No se entiende bien la pregunta. Casi por definición, los mercados monetarios son lugares abstractos de formación de tipos de interés: su mayor o menor comunicación con el resto de los mercados —los de crédito, los de obligaciones, etc.— determina su mayor o menor capacidad de reflejar las condiciones generales de oferta y demanda. Pero una de las características constitucionales de los mercados monetarios es que puedan, en cierta medida, hacer abstracción del riesgo de crédito o de insolvencia, para que de esta forma juegue fundamentalmente el riesgo del tipo de interés.

Hecha esta salvedad, me atrevería a decir que, desde que en 1983 se soldaron los distintos compartimentos antes estancos, los tipos del mercado monetario se ordenaron y adquirieron una considerable coherencia, truncada después por la Ley de Activos. Si se refiere a esto la pregunta, yo diría que el riesgo es una consideración que el mercado tiene muy en cuenta.

A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?

Muy positivos. En primer lugar —y éste creo será el efecto más importante a largo plazo—, han facilitado el engarce de nuestro sistema con el exterior, adelantándose a algo que inevitablemente iba a producirse seis años más tarde con la entrada en el Mercado Común. En segundo lugar, y como consecuencia de carecer de una red de sucursales que les permitiera apelar directamente al ahorro, han contribuido decisivamente al desarrollo de los mercados monetarios, en los que han podido «comprar» los fondos que necesitaban para sus operaciones de activos. Y, en general, han actuado como enérgico revulsivo del sistema introduciendo prácticas, instrumentos y mercados que han sido luego adoptados por los bancos españoles.

La lista de las innovaciones es larga: abarca desde las letras negociadas en Bolsa, inspiradas en las aceptaciones bancarias de otros países, hasta las recientes cesiones de crédito y de otros instrumentos, inscritas en la creciente boga internacional de la llamada «securitización».

Yo quisiera singularizar aquí una de las primeras importaciones por el papel que ha jugado en la articulación de los tipos de interés en nuestro país. Me estoy refiriendo a los créditos «mibor», inspirados en una práctica que para entonces estaba ya bien establecida en el euromercado. La importancia de esta técnica en nuestro caso es que constituyó el primer mecanismo de transmisión de los tipos del mercado interbancario al mercado de créditos. Sin descender a detalles que he expuesto en otra ocasión, este mecanismo ha constituido un freno a los tipos activos del mercado de crédito siempre que la curva tipo-plazo ha tenido pendiente positiva; es decir, cuando las expectativas de tipos eran alcistas. Es obvio que cuando, como viene ocurriendo estos dos últimos años y volverá a ocurrir el próximo, la pendiente es negativa, la situación se vuelve ventajosa para las entidades con base estable de depósitos. Esta es una de las razones que están forzando a la banca extranjera a actuar en nuestro país cada vez más como *investment banker*, cosa que, en muchos casos, no les está permitido en su país de origen.

¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?

No muy favorables. Es cierto que el efecto del IVA habrá po-

siblemente terminado en los próximos meses; pero no lo es menos que también desaparecerá el efecto combinado, y de sentido contrario, de la caida del precio de petróleo y del dólar. Digamos que si ambos factores se neutralizaran recíprocamente, estaríamos en presencia de una situación en la que los costes salariales serían el factor determinante; y no parece que las perspectivas sean muy halagüeñas en este frente. Por añadidura, el aumento de las importaciones de bienes de consumo procedentes de la Comunidad parece estar produciendo un efecto de arrastre de los precios hacia los niveles europeos, es decir, hacia arriba, y no de contención, como se esperaba.

La incidencia de unas expectativas relativamente pesimistas de precios contribuirán, sin duda, a frenar el descenso de los tipos de interés en los plazos medios y largos. No obstante, las expectativas generalizadas internacionales indican que puede producirse aún un ligero descenso, que dará un cierto margen de acción a nuestra política cambiaria. Tal vez más importante que el nivel general de tipos de interés es el de su estructura de plazos, lo que en la jerga se conoce como la forma de la curva tipo-plazo. Y en este punto, los factores determinantes, juntamente con las expectativas inflacionarias, son el déficit público y los objetivos de política monetaria. El déficit no es probable que mejore sensiblemente y, por lo que sabemos, la senda objetivo de crecimiento monetario será más estrecha y postula un crecimiento de la inflación poco realista, con lo que puede resultar bastante constriñente. En esta situación, no es difícil vaticinar que la curva seguirá con pendiente negativa crónica.

¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?

Que las empresas no acudan a financiarse en los mercados es una verdad a medias. Como pone en evidencia mi contestación a la segunda pregunta de este cuestionario, el proceso de desintermediación bancaria, con todas las matizaciones que se quieran introducir en su evaluación, ha sido espectacular. Es obvio que el reverso de esta medalla es que las empresas se han financiado por conductos distintos de los del crédito bancario. Un examen algo más detallado del que cabe en este cuestionario nos daría, sin duda, una visión oblicua interesante sobre la evolución que ha sufrido en estos años el sistema financiero. Pero con la información disponible a simple vista hay base para destacar tres de esos conductos como particularmente significativos. En el corto plazo, las empresas han empezado a recurrir, en volúmenes significativos y crecientes —salvo por la interrupción ocasionada por la Ley de Activos—, a la emisión de pagarés. El examen de las causas y modalidades de la aparición de esta especie de «papel comercial» a la española nos desviarían de la pregunta.

En el medio y largo plazo, hace ya bastantes años que la financiación de las inversiones fijas a través del *leasing* ha desplazado al crédito bancario; y, aunque es verdad que en este desplazamiento hay una fuerte inducción fiscal, no cabe duda de que es una forma de desintermediación, sobre todo en la medida en que la refinanciación de las compañías de *leasing* se haga entre inversores privados.

El otro conducto es obviamente el creciente flujo de financiación obtenido por las empresas mediante bonos, obligaciones y acciones, cuyas emisiones han aumentado tan espectacularmente en los últimos tres años.

La segunda parte de la pregunta pone el dedo en una de las llagas de nuestro sistema financiero: la falta generalizada de lo que, a falta de un término genérico establecido, podríamos llamar «liturgia». Un sistema de valoración de los emisores, de *rating*, es urgentemente necesario. Pero, como la reciente experiencia europea demuestra, este sistema no se improvisa y habrá que empezar por lo más urgente, sin perder de vista, naturalmente, que el fin último de todos estos esfuerzos no debe ser otro que la protección del inversor, concepto que raramente se menciona siquiera entre nosotros. La razón histórica de esta negligencia hay que buscarla en el monopolio bancario que, al subsumir el mercado de capitales en el crediticio, ha impedido que surgieran las instituciones y los mecanismos en que se articula esa que hemos llamado «liturgia».

Recientemente se ha empezado a sentir la necesidad de propiciar su desarrollo desde las instancias oficiales. Sería un error, por las razones apuntadas, que fuera encomendada a las mismas instituciones que han impedido su aparición.

Jorge HAY GUAJARDO-FAJARDO

Director del Servicio de Estudios y Planificación Estratégica del Banco Hispano Americano.

¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?

En la década pasada, los elementos de cambio más importantes han sido la crisis económica, la adopción de políticas monetaristas y el régimen de flotación de las divisas, que llevaron a la desregulación de los tipos de interés y de los campos de actuación tradicionales de las distintas instituciones financieras. En los años 80, el proceso generalizado de desinflación, los déficit presupuestarios y la crisis internacional de la deuda han contribuido a acelerar el proceso de cambio y a difuminar las diferencias entre instituciones financieras y no financieras.

¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?

Positiva, en cuanto que ha contribuido a una asignación más eficaz de recursos, a un proceso de «profundización» financiera y a financiar de un modo más ortodoxo los déficit públicos.

¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.

En primer lugar, ha existido una competencia desleal de la deuda pública respecto al sector privado, por el tratamiento fiscal, el nivel de tipos y la seguridad ofrecida por el Estado. Además, la carga del servicio de la deuda se ha incrementado de forma excesiva por efecto del fuerte aumento del déficit y su financiación más ortodoxa. Y por último, la estructura por plazos de la deuda ha sido inadecuada en los últimos años, con un fuerte peso de la financiación a corto. La reciente política de deuda tiende a subsanar este problema.

¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?

El Banco de España es un organismo que, por su posición y prestigio, puede tomar la iniciativa de fomentar la creación de instituciones capaces de vigilar las reglas de la competencia, la calidad de los instrumentos financieros y la solvencia de las instituciones que participan en los nuevos mercados. Debe evitarse, sin embargo, la tentación de introducir medidas intervencionistas, que pueden imponer rigideces innecesarias a los mercados.

¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?

Sí, desde el punto de vista legal (con ciertos retoques, tras el período transitorio de integración en la CEE), ya que no existe un mercado común europeo de tipo financiero, sino diversidad de sistemas en los que tienen cabida las peculiaridades del nuestro. No, todavía, desde el punto de vista de la eficacia y la competitividad. Nuestras instituciones financieras han de acercarse a los sistemas internacionales a través de la disminución de costes de transformación y del incremento de su productividad por medio de la mecanización y de la adecuación de plantillas.

¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.

En el mercado interbancario y de deuda pública la valoración del riesgo parece adecuada, aunque puede mejorarse. En los mercados de activos financieros privados, como los pagarés de empresa y las obligaciones privadas, la valoración del riesgo no es correcta y debe mejorarse.

A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?

Sus principales efectos han sido introducir un mayor grado de competencia y de inquietud por la innovación financiera, así como una segmentación mucho más definida del mercado financiero para las grandes empresas y para las PYMES. Las divisiones de banca al por mayor de los bancos españoles se introdujeron tras la llegada de los bancos extranjeros.

¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?

En los próximos meses la inflación debiera estabilizarse entre el 5 por 100 y el 6 por 100. Pero no pueden descartarse repuntes al alza si la negociación colectiva desemboca en aumentos salariales superiores a los programados.

En la evolución de los tipos de interés hay que distinguir entre los tipos a corto plazo y los tipos a largo. Si los aumentos salariales resultan ser excesivos, el período actual de tipos a corto plazo elevados se prolongará durante varios meses y se producirían alzas en los tipos a largo plazo. De lo contrario, los tipos a corto podrían comenzar a ceder a mediados de año y los tipos a largo continuarían descendiendo.

¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?

Hay varios motivos, algunos de orden institucional y otros de carácter económico. Por una parte, la organización existente de los mercados de capitales ha dificultado y encarecido la financiación a las empresas. Por otro lado, existe el sentimiento justificado de que el período de ajuste no ha terminado y, por consiguiente, no se han consolidado las expectativas de un período prolongado de crecimiento económico aceptable e inflación moderada. Por ese motivo, la relación bancaria tradicional sigue gozando de un gran valor para las empresas. Además, los nuevos mercados no se han consolidado, entre otras razones, por consideraciones de riesgo. Una valoración externa del mismo por instituciones reputadas e independientes contribuiría a potenciar esos mercados.

Arturo de la LAMA LOPEZ DE AREAL

Director de Estudios Financieros del Servicio de Estudios del Banco de Bilbao.

¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?

Creo que son la liberalización de tipos de interés y la apertura a la banca extranjera los dos factores más catalizadores de cambios en el proceso de transformación de nuestro sistema financiero. Y ello porque, por encerrar un enorme poder creador de las condiciones de competencia e innovación en los mercados financieros, han contribuido en mayor medida a aumentar la cantidad, calidad y diversidad de los productos y servicios financieros y a reducir sus costos de intermediación. Con todo, debo señalar que el proceso de cambio-liberalización del sistema financiero cobra pleno sentido en la medida en que afecta a todas las facetas del sistema, porque todas y cada una de las transformaciones son necesarias para que se obtengan los resultados esperados del proceso. En este sentido, no deben ser olvidadas ni infravaloradas la creacción de nuevas instituciones y mercados, la eliminación de barreras entre las instituciones existentes, la reforma del mercado de valores, las tímidas liberalizaciones de coeficientes y del control de cambios o, en fin, las medidas para aumentar la información, solvencia y supervisión de las instituciones.

¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?

Es fácil dar una opinión, pero difícil hacer una valoración del proceso de desintermediación bancaria. Porque se trata, en primer lugar, de un proceso sobre el que no hay unanimidad de concepto y contenido (se habla muchas veces de desintermediación bancaria refiriéndose a fenómenos que son más bien de cambio en las formas bancarias de intermediación) y es, además y en todo caso, un proceso muy complejo en sus causas y consecuencias.

La disminución y cambio en las formas de la intermediación bancaria de los flujos financieros responde en parte a razones intrínsecas al proceso lógico de transformación de la actividad financiera. El surgimiento de nuevas instituciones y productos, el auge y reforma de los mercados de valores y las mayores exigencias de prestamistas y prestatarios conduce a un lógico proceso de selección y desarrollo por parte de las instituciones financieras de aquellas parcelas del negocio para las cuales son más capaces y eficientes. Pero el proceso de desintermediación responde también, y a veces en gran medida, a razones perversas y contrarias al proceso de liberalización del sistema. Destaco entre éstas las asimetrías en la amplitud de competencias de los intermediarios en los diversos mercados; las diferencias en el peso de los coeficientes obligatorios monetarios, de inversión y de recursos propios; las desiguales normas de supervisión y control; el crecimiento del protagonismo del Estado en los mercados financieros para financiar de forma directa el déficit público galopante; en fin, la incorrecta valoración del coste y de las contraprestaciones que supone el desarrollo por la banca del servicio de pagos.

Por ello, podría hablarse de dos especies diferentes de desintermediación, según la tipología de razones que la causan. Y a los beneficios que se derivan de la primera se contraponen los efectos negativos de la segunda.

¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.

No existe todavía, en mi opinión, una política suficientemente vertebrada de deuda pública, aunque se está trabajando en ella intensamente en estos momentos. La inexistencia práctica de déficit público hasta 1977 y el recurso a los coeficientes obligatorios para financiar los elevados déficit que se han producido desde entonces han permitido no formular esa política. Es cierto que se han producido cambios en los últimos años. Por ejemplo, los intentos del Banco de España por garantizar la liquidez de los títulos públicos en los mercados secundarios, y, sobre todo, la creación y espectacular crecimiento de un mercado de pagarés del Tesoro, que hace innecesario el manejo de los títulos al sustituirse por transferencia de saldos contables en el Banco de España. Pero estos cambios, aunque significativos, son insuficientes.

Cinco grandes apartados habrían de definirse para vertebrar una auténtica política de deuda pública. En primer lugar, sería necesario establecer una limitación a la cuantía máxima que puede alcanzar el déficit público y los topes a los que podrían llegar los diversos métodos de financiación (recurso al Banco de España, financiación por el sistema crediticio y monetario, financiación por el público y financiación exterior). En segundo lugar, habría que definir los elementos de la política continuada y sostenida de emisiones. Esto exigiría definir las diversas modalidades de instrumentos y sus características, fijar los sistemas de emisión y colocación y determinar los calendarios de emisiones e importes. Un tercer apartado entrañaría el desarrollo de un sistema sencillo, económico y eficiente de mantenimiento y movilización de los instrumentos de la deuda (tal como el denominado sistema de anotaciones en cuenta). Cuarto, habría que diseñar una estructura del mercado que asegurase la liquidez y la formación de precios eficientes, a través de la definición de funciones y operatoria de los diversos agentes participantes (Tesoro, Banco de España, negociantes de deuda, intermediarios, público en general). Un quinto apartado comprendería la fijación del entramado de requisitos, normas y supervisión del mercado; cambios en la instrumentación de la política monetaria, e incentivos y contrapartidas a los agentes, que asegurasen un desarrollo profundo, profesional y financieramente salido del mercado.

¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?

Entiendo que el Banco de España debería desarrollar una actuación en base a las siguientes pautas.

1) Obtener información continuada sobre los nuevos mercados e instrumentos. Información en relación a la cuantía de los flujos en ellos intermediados, al protagonismo de los diversos agentes implicados, a sus características y aportaciones a la eficiencia del mercado financiero y a los riesgos eventuales que implican para las instituciones que los desarrollan y para el mercado en su conjunto.

2) Modificar el entramado regulador e institucional según las implicaciones que del análisis de esa información se deriven. Entran aquí los cambios que se precisen en la instrumentación de la política monetaria y la armonización de posibles asimetrías de regulación, eventualmente responsables de innovaciones transitorias surgidas en el interior de los mercados financieros nacionales.

3) Homogeneizar las prácticas e instrumentos de aquellos nuevos mercados destinados a consolidarse por responder a genuinas necesidades del mercado. En este sentido, parece cada vez más preciso que la regulación del sistema se oriente en mayor medida a una regulación de diferentes instrumentos, en lugar de a una regulación de diferentes tipos de instituciones.

4) Acompasar, en todo caso, el ritmo de introdución de los nuevos mercados a la capacidad de las instituciones, y a la del sistema en su conjunto, para asimilar las nuevas técnicas, sus eventuales riesgos y las potenciales consecuencias en su estructura.

5) Coordinar tanto la regulación y supervisión de los mercados financieros como las políticas económicas con las correspondientes a los países económica y financieramente dominantes. Ello contribuiría a que florezcan y se consoliden sólo aquellas innovaciones justificadas por su contribución a la eficiencia de los mercados, y evita-

ría, asimismo, el que se produzcan situaciones de competencia desigual que provoquen desviaciones de flujos financieros de unos mercados nacionales a otros.

¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?

Nuestro sistema financiero ha incorporado en los últimos años importantes dosis de las características necesarias para poder competir en los mercados internacionales. No obstante, creo que quedan también importantes tareas por completar, si queremos que esa competencia pueda hacerse con perspectivas de éxito. Tareas que se refieren a tres grandes apartados. En primer lugar, el sector tendría que profundizar en su proceso de reestructuración. Fundamentalmente en lo que se refiere a abaratamiento de sus costes, a la incorporación de nuevas tecnologías y a la difusión de nuevos modos de gestión. Habría que avanzar, asimismo, en un segundo frente, el de una regulación alineada con la existente en otros países. Esto implicaría principalmente una reducción de intervención en la asignación obligatoria de recursos, una mayor libertad de actividad en los mercados exteriores y proseguir en la línea de una regulación y supervisión de los mercados coordinada con la del resto de los países. Finalmente, opino que nuestro mercado financiero no está suficientemente dimensionado y su atomización le resta capacidad para competir en ese mercado único y global en que tienden a convertirse los mercados financieros internacionales.

¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.

Creo que la generalidad de los agentes que actúan en el mercado monetario español hacen una correcta valoración de los riesgos en que incurren. Ahora bien, uno de los rasgos que el auge de los mercados monetarios y de capitales aporta al sistema financiero en su conjunto es el de que las instituciones y los mercados quedan conectados de formas nuevas y complejas, a través de los nuevos y complejos instrumentos que en esos mercados se producen casi de forma continua. De aquí que también los riesgos adquiridos por unos agentes sean capaces de transmitirse al resto en modos aún no suficientemente contrastados.

Esto hace del riesgo en los mercados monetarios un tema francamente trascendente, especialmente cuando este mercado se caracteriza, además, por la volatilidad de sus precios y, por tanto, de sus riesgos; por su rápido crecimiento en volumen y en modalidades; por la existencia de modalidades que, por su novedad, no están en todos los casos suficientemente homogeneizadas en su práctica y requisitos de negociación y emisión; por la rápida incorporación, en fin, de nuevos emisores, intermediarios y prestamistas. Por ello, y a pesar de la correcta valoración del riesgo que en mi opinión hace la generalidad del mercado, entiendo que es procedente realizar, como de hecho se viene haciendo, una reflexión sobre los mecanismos que permitirían reducir y limitar la trascendencia de esos riesgos para el conjunto del sistema.

A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?

Antes me he referido brevemente a la apertura a la banca extranjera como uno de los dos elementos de cambio más importantes en el desarrollo de nuestro sistema financiero. Las consecuencias de su instalación han sido múltiples, pero creo que se pueden ordenar alrededor de tres grandes ejes.

En primer lugar, el reforzamiento de la competencia que ha promovido su presencia ha acrecentado el abanico de productos financieros y ha reducido los costes de intermediación, con consecuencias muy positivas para los demandantes y oferentes finales de fondos, que han encontrado combinaciones de rentabilidad, plazo y riesgo más adecuadas a sus necesidades de financiación o de inversión.

Segundo, las instituciones financieras nacionales, ante la necesidad de competir con entidades que, además de importar esquemas de gestión más evolucionados, se han instalado con estructuras muy ligeras y acomodadas a la situación presente del mercado, han acelerado el proceso ya iniciado de reestructuración de la industria financiera nacional. Se han hecho así avances sustanciales en aspectos organizativos (estructuración por segmentos de negocio), en materia de distribución (racionalización de la red), en economía de costos (reducción de gastos operativos), en incorporación de tecnologías y de sistemas más intelectualizados de gestión.

Finalmente, pienso que la instalación de la banca extranjera ha favorecido el proceso de modernización del aparato institucional y regulador del sistema financiero. En este sentido, no cabe duda de que la profundidad alcanzada por el mercado monetario, las modificaciones de los objetivos e instrumentos de la política monetaria o la constatación de la necesidad de una regulación que evite asimetrías en las consecuencias para los diversos tipos de instituciones han sido, en parte, resultado de la actuación en nuestro país de la banca extranjera.

¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?

Es indudable que la inflación va a reducirse en 1987 en relación al nivel con la que se cierre 1986. El hecho de que a partir de enero la tasa móvil anual del presente año no incorpore ya la elevación de precio por repercusión del IVA experimentada en enero del ejercicio anterior llevará probablemente a una reducción del orden de dos puntos. Más difícil es precisar si habrá o no reducciones adicionales a esos dos puntos. Es claro que en la segunda mitad del ejercicio transcurrido se han reactivado las presiones inflacionistas de la mano del comportamiento de los precios agrarios, la evolución creciente de los salarios, la menor progresión en la productividad del trabajo, la mayor presión de la demanda interna y alguna holgura de la política monetaria. Parece además claro que la presión del déficit público no va a permitir una traslación adicional al sector privado de la ganacia que en los precios de importación de la energía han supuesto la baja en la cotización del dólar y la reducción experimentada en los precios de los crudos. Máxime cuando el comportamiento de ambas variables tiene ahora mayores grados de incertidumbre. De otro lado, y a favor de una neutralización de estos factores negativos, hay que anotar la firme determinación en el control de la masa monetaria que se viene registrando en la parte final de 1986 y en los comienzos del presente ejercicio. Tratando de valorar conjuntamente todos los datos, me parece posible llegar a diciembre de 1987 en tasas de inflación en torno al 6 por 100.

Ahora bien, el papel protagonista de la política monetaria en esta reconducción de la inflación debe someter a los tipos de interés del mercado monetario a importantes inestabilidades e incluso, probablemente, a una reducción en promedio menor a la que experimenten no sólo los tipos de interés a largo, sino incluso la propia tasa de inflación.

¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?

Las razones son parcialmente distintas según nos refiramos a los mercados bancarios o a los mercados de valores. Para ambos casos es, sin embargo, válida la consideración de que, dada la rentabilidad de los recursos invertidos por las empresas y dado el coste de la financiación, una decisión lógica en muchos casos es la utilización de los excedentes generados por las empresas en la amortización de sus pasivos financieros. Máxime si se tienen en cuenta los altos niveles de endeudamiento contraídos durante los períodos peores de la crisis.

En relación ya a la moderación relativa que ha venido experimentando hasta recientemente la tasa de expansión de la demanda de crédito bancario, parece evidente el intento por parte de las empresas de diversificar y abaratar sus fuentes de financiación, tanto a través de la autofinanciación como a través de la emisión de sus propios pasivos en los mercados monetarios y en los de valores. Es claro, por ejemplo, que para determinados segmentos de la gran empresa la emisión de pagarés de empresa puede resultar una alternativa más económica que la financiación bancaria. Algo parecido cabría decir, aunque en menor medida, del mercado de obligaciones, dado que en este caso se tropieza con la reducida dimensión de los mercados secundarios y con el relativo alto coste de la operatoria bursátil.

En todo caso, la creciente variedad de figuras crediticias de origen bancario y la reducción indudable de sus costes (piénsese en el importante volumen alcanzado por los créditos a interés variable) está haciendo variar la situación notablemente. Y es muy significativo a este respecto que la tasa de crecimiento del crédito bancario se haya situado en 1986 en valores del orden del 10 por 100.

Por lo que respecta al escaso desarrollo alcanzado por los mercados de valores como fuente de financiación empresarial, influyen muchos factores, en parte también diferentes, según nos refiramos al mercado de acciones o al de obligaciones. Los requisitos de capital mínimo, de diversificación de accionariado o de obligacionistas, de informa-

ción; el coste de los aranceles; el tratamiento fiscal de las plusvalías; la estrechez del mercado secundario de renta fija; los riesgos de pérdida de dominio para las empresas medianas y pequeñas; el desconocimiento por los inversores del riesgo en que incurren..., son todos, pienso, factores que contribuyen a ese escaso desarrollo. Algunos están siendo eliminados o reducidos a través de iniciativas como la del segundo mercado. Para otros hay iniciativas más o menos maduradas, como el proyecto de los fondos de pensiones, la creación de empresas de *rating* o la eventual aparición de centrales de anotaciones en cuenta para la renta fija privada.

Luis MIRA SERRANO

Subdirector de Tesorería e Inversiones Institucionales de la Caja de Ahorros de Alicante y Murcia.

¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?

No podríamos referirnos a un elemento en concreto, sino a un conjunto de circunstancias que, unidas, han significado este cambio-liberalización. Podemos citar algunos de ellos:

— Las altas tasas de inflación, que obligaron a una modificación y perfeccionamiento en materia de cultura financiera.

— Las medidas liberalizadoras en coeficientes de inversión obligatorios, con una reducción importante de los mismos y acomodación de todos para todas las entidades por igual.

— La entrada de la banca extranjera.

— La aparición de nuevos instrumentos y nuevas sociedades en el sistema.

— Los procesos de desintermediación iniciados.

¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?

Positiva, por cuanto ha obligado a las entidades a unos márgenes financieros mucho más estrechos que los que tradicionalmente se estaban obteniendo. Para operar en estos márgenes se precisa mayor profesionalidad. Seguramente debemos estar todavía en los albores del proceso de desintermediación, que se incrementará con la entrada de nuevos competidores.

¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.

Si las posibilidades de no incrementar el déficit público hubieran sido reales, me parece una obra maestra haber reducido a la mitad los costos financieros en el corto espacio de dos años. También la creación de un mercado tan amplio para el público ha sido una situación positiva para el Tesoro.

Por contra, la cortedad de los plazos ha motivado una excesiva aceleración en las renovaciones de vencimientos y una necesidad de refinanciación en un corto espacio de tiempo.

Si se consigue mantener las cifras actuales colocadas a medio plazo, se podrá mejorar la situación negativa creada.

Me parece especialmente importante el fijar un tipo de interés que sólo cambie en función del plazo para toda la clase de deuda.

¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?

Un papel que le llevaría a actuar de intervinente activo y de presencia constante en función de las necesidades de política monetaria.

Por supuesto que no podría abandonar su función de impulsor y controlador del buen funcionamiento.

¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?

Entiendo que si la preparación no es óptima no es debido a falta de posibilidades, sino a carencia de necesidades.

Indudablemente, será preciso trabajar duro y adaptarse a las circunstancias foráneas, pero con todas las garantías de éxito.

Actualmente, y después de un pequeño tiempo transcurrido, se opera a los mismos niveles que entidades operantes en mercados internacionales.

¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circunstancias que explican tal situación.

Evidentemente que hasta ahora no.

La carencia de datos publicados o fiables, si se han publicado, ha impedido valorar una correcta situación de riesgo.

Tampoco hasta la última crisis bancaria ha habido necesidad de

esta valoración, ya que el Banco de España se encargaba de solucionar todas las situaciones irregulares que se presentaban.

Después de la crisis, y como consecuencia de ella, se exige mayor y mejor publicación de datos de entidades, a la vez que difundir las auditorías exigidas de forma imperiosa por la autoridad monetaria.

A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?

Se podrían enumerar varios, pero podemos limitarnos a las siguientes:

— Mayor competitividad.

— Mayor agilidad en el tratamiento.

— Menor rentabilidad porcentual.

— Más y mejor profesionalidad, ya que, al actuar en márgenes muy estrechos, se incrementa la posibilidad de pérdida real.

— Cambio de hábito en las entidades nacionales, pasando de su valoración de pasivo a la de activo.

— Creación de nuevos instrumentos operativos.

¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?

Figuramos en un entorno socio-económico y hemos de adaptarnos a él. Bien es cierto que la influencia del déficit público frena la necesidad de adaptación en el menor tiempo, pero en el espacio de tres o cuatro años estaremos a nivel similar al de los países de la CEE.

Si la inflación cede en la medida deseada por todos, los tipos de interés del mercado monetario deberán igualmente reducirse a medio plazo, siguiendo una carrera ya iniciada.

¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?

Por una total ignorancia del funcionamiento de los mismos por parte de las empresas.

Bien es cierto que la última crisis creó mayores suspensiones de pagos y quiebras de las que se pueden aceptar como normales, con el consiguiente recelo para las entidades.

En la parte positiva de la cuestión podemos incluir la capitalización que de las mismas se ha producido en los últimos tiempos, con significados especiales para las pequeñas y medianas.

En cuanto a si la valoración interna del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez los mercados financieros españoles, señalaremos que «podrían», pero no necesariamente se produciría esta situación.

Juan PALACIOS RAUFAST

Subdirector General del Banco de Vizcaya.

¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?

Los elementos más importantes de cambio-liberalización del sistema financiero en los últimos años podrían resumirse en tres puntos:

1) la liberalización de los tipos de interés,

2) el establecimiento en España de la banca extranjera,

3) la creciente competencia de entidades no bancarias en mercados que tradicionalmente habían sido bancarios.

¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?

La participación de las entidades de depósito en la intermediación de los flujos financieros en España ha sido tradicionalmente muy elevada, pero esta situación está sufriendo un importante cambio. En efecto, el proceso de desintermediación bancaria está siendo intenso y rápido, habiéndose registrado un avance en este proceso muy superior al de la mayoría de países europeos. Merecen destacarse dos factores que han creado condiciones muy favorables para la aceleración de este proceso: la elevación de los tipos de interés registrada en los últimos años y las necesidades crecientes de financiación del déficit público.

Esta situación da la posibilidad a empresas e inversores de disponer de condiciones de tipos de interés próximas a las de los mercados institucionales. En algunos casos el desarrollo de los mercados de nuevos instrumentos de desintermediación es tan grande que complica la ejecución de la política monetaria. Por ejemplo, existen estimaciones que sitúan el tamaño del mercado de pagarés de empresa en torno al billón de pesetas.

Un factor adicional importante, y específico del mercado español, es que estos activos se han comercializado a partir de valores nominales muy reduci-

dos (medio millón de pesetas), lo que ha llevado a que las entidades financieras tuvieran un papel orientado casi exclusivamente a la comercialización de estos activos, sin desarrollar por tanto una función de transformación financiera, como ocurre en otros países donde estos instrumentos tienen valores nominales muy elevados y se negocían únicamente en mercados institucionales.

¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.

La necesidad de financiar el déficit público ha sido probablemente la causa más importante del proceso de desintermediación que se está produciendo en nuestro país. Un logro importante en el esquema de financiación pública fue la creación y el desarrollo del mercado de pagarés del Tesoro que, por primera vez, llegó a poner al alcance de pequeños inversores activos públicos a corto plazo en importes pequeños. Sin embargo, la Ley sobre determinados activos financieros de 1985 ha detenido el desarrollo de este activo, al convertirlo en un instrumento de opacidad fiscal con tipos inferiores a los del mercado.

Un segundo logro importante en la política de financiación pública ha sido la creación posterior de un mercado más activo de deuda pública a medio y largo plazo. Se ha conseguido con ello ampliar la gama de activos públicos ofrecidos a los inversores, consiguiendo además la posibilidad de ampliar el plazo medio de vencimiento de la deuda pública que estaba excesivamente concentrada en instrumentos a corto plazo. Un elemento crucial para el desarrollo de este mercado fue el establecimiento de un sistema de comisiones que estimuló a las entidades financieras para actuar como colocadores, consiguiéndose de esta forma un crecimiento espectacular de este mercado en los dos últimos años.

Sin embargo, el proceso de desarrollo de estos mercados no debería detenerse aquí si se quiere conseguir la financiación del déficit público a través de los mecanismos de mercado. Para ello sería preciso seguir desarrollando el mercado de deuda pública, apoyando y estimulando la aparición de entidades creadoras de estos mercados, presentes en otros países.

¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?

El papel del Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados podría orientarse hacia la consecución de una transparencia en su funcionamiento, y a otro seguimiento y control para poder desarrollar de una manera más eficaz su política monetaria.

La necesidad de transparencia en estos mercados es especialmente necesaria por la conveniencia de proteger al pequeño inversor, que, como se ha indicado anteriormente, tiene un acceso directo a estos mercados, a diferencia de lo que sucede en otros países. En este sentido, resultaría especialmente útil la aparición de servicios de calificación del riesgo de los activos negociados en este mercado, por la clarificación que introduciría en estos mercados.

¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?

En lo que hace referencia a la banca española, existen tanto aspectos favorables como desfavorables ante la integración en mercados internacionales. Probablemente entre estos últimos el más destacado es la existencia de un coste de transformación relativamente elevado al compararlo con la banca de otros países. Sin embargo, el esfuerzo desarrollado por la banca española para reducir este coste ha permitido su reducción en los últimos años, con lo que previsiblemente no parece que se vayan a presentar problemas importantes de cara a una mayor integración internacional.

¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circustancias que explican tal situación.

Mi respuesta es afirmativa si se entiende por mercado monetario el mercado interbancario, y se da una interpretación restringida al concepto de riesgo asimilándolo al riesgo de crédito o de firma.

Sin embargo, si se amplía el concepto de mercado monetario extendiéndolo al de todos aquellos activos emitidos a corto plazo y contratados en nuestros mercados financieros, la respuesta debería ser negativa. Así, por ejemplo, parece claro que muchos compradores de estos activos no discriminan adecuadamente entre emisores de solvencia distinta, lo que conduce con frecuencia a que sus tipos de interés no queden diferenciados adecuadamente en el mercado. La aparición de servicios

de calificación de riesgo es, a mi juicio, una alternativa viable que podría corregir en buena medida esta situación.

Por otra parte, también la definición de riesgo puede hacerse más amplia, para incluir no sólo el riesgo de firma, sino el riesgo de liquidez y de intereses. Aunque algunas grandes entidades operantes en el mercado monetario español utilizan técnicas modernas para la valoración de estos riesgos, puede decirse que éstas todavía no se han extendido a la mayoría de los operantes en estos mercados.

A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?

Los efectos producidos por el asentamiento de bancos extranjeros en España se han traducido en una mayor competencia en el segmento de grandes clientes y empresas, una mayor innovación de productos y mercados, más profundidad y amplitud en los mercados interbancarios y, finalmente, una creciente profesionalidad en los equipos humanos.

¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?

Las perspectivas de la inflación en España para 1987 van a estar fuertemente condicionadas por el resultado de los convenios salariales actualmente en fase de negociación. En mi opinión, es posible alcanzar el objetivo de inflación del 5 por 100 establecido por las autoridades económicas, siempre y cuando los resultados de estas negociaciones se aproximen a los sugeridos por el gobierno.

En esta situación, la tendencia de los tipos de interés sería la de su orientación a la baja en todos los plazos, aunque temporalmente pueden presentarse desviaciones apreciables debido a la actuación de la autoridad monetaria para reconducir el crecimiento monetario.

¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?

Las principales razones para que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados son las siguientes: el temor a la pérdida del control de la sociedad, sobre todo en el caso de los mercados de renta variable; la dependencia de un importante número de empresas de entidades multinacionales; las mayores exigencias de transparencia informativa que impone la apelación al ahorro público, y, en algunos casos, la inadecuación de los resultados de la sociedad para apelar con éxito a este ahorro.

La creciente competitividad de los intermediarios bancarios en precio y productos financieros puede haber reducido también el atractivo que comparativamente presentan estos mercados para un buen número de empresas.

Javier RAMOS GASCON

Vice-Síndico de la Bolsa de Madrid.

¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?

La evolución del sistema financiero en un sentido de liberalización se ha desarrollado, en general, de una manera progresiva que hace difícil destacar un momento o un acontecimiento determinado, aunque, desde luego, en ese proceso hayan existido algunos hitos especialmente señalados. Entre ellos hay que hacer alusión, en primer lugar, al conjunto de medidas que se instrumentaron en agosto de 1974, a las que, a mi juicio, no se les ha atribuido toda la importancia que tuvieron, y que constituyeron el primer paso significativo dentro del referido proceso de liberalización. Otra serie de medidas que tuvieron gran influencia a este respecto fueron las adoptadas en 1977 dentro del marco de los llamados «Pactos de la Moncloa», así como las que de ellas se derivaron directa o indirectamente: financiación del déficit público con nuevos instrumentos y a tipos de mercado, autorización del establecimiento de la banca extranjera, creación del mercado de dinero, etcétera. Hay que hacer constar, no obstante, que el camino hacia la liberalización del sistema financiero ha ofrecido algunas rupturas o, al menos, discontinuidades, derivadas más de situaciones fácticas o de actuaciones discrecionales que de regresiones normativas. Por ejemplo, el aumento del déficit público ha producido, en ocasiones, situaciones de *crowding out* que han entorpecido el funcionamiento

del sistema y que han frenado de hecho su liberalización. Por otra parte, en algunos momentos han podido acusarse en el sistema financiero los efectos del desfase en el grado de liberalización del sector real de la economía, cuando la influencia recíproca de uno y otro hubiera requerido un avance más acompasado y armónico.

¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?

La llamada desintermediación bancaria se ha producido como consecuencia de la ampliación del sistema financiero, tanto en el aspecto institucional como en el de los instrumentos objeto de transacción y en el de la gama de servicios prestados al público en general, a los dos grandes grupos actuantes en el sistema financiero, los oferentes y los demandantes de recursos. En un sistema poco evolucionado, lo que pudiéramos considerar el negocio bancario típico ocupa un papel no sólo central, sino casi exclusivo. Precisamente su enriquecimiento y su desarrollo es lo que hace perder a éste, parcialmente, su importancia relativa. En un primer momento, una serie de servicios, diferentes de los tradicionales, se van abriendo paso, pero continúan siendo prestados, de manera un tanto subsidiaria, por las mismas instituciones, que cuentan con la ventaja objetiva de su profesionalidad, su red de oficinas y la economía externa que genera su organización. Un paso posterior lo constituye la creación de instituciones específicas, creadas o no por los bancos, para dar respuesta a las nuevas posibilidades y a las nuevas necesidades.

Por tanto, en términos generales, el proceso de desintermediación, que no es sino un corolario del desarrollo del sistema financiero, no supone necesariamente una restricción del campo operativo de la banca, sino sólo —y en términos, como he dicho, de importancia relativa— de lo que constituía la actividad bancaria tradicional. De hecho, muchos de nuestros bancos han apreciado con claridad el significado de este proceso y han adoptado posiciones de presencia más amplia en el sistema financiero, a través de unidades descentralizadas y con objetivos estratégicos y autónomos, en competencia con otras instituciones de nueva creación surgidas de iniciativas ajenas al mundo de la banca. Puede haber algunos campos en los que la prestación de determinados servicios de intermediación requiera de instituciones especializadas, pero en general la banca o, mejor dicho, los grupos financieros con núcleo en la actividad bancaria, van a poder jugar un papel muy importante en el conjunto del sistema financiero.

¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.

Al responder a la primera pregunta, he manifestado que la financiación del sector público a tipos de mercado ha supuesto, en mi opinión, un factor positivo importante para el sistema financiero. Lo que sucede es que la política de deuda, en sus términos más amplios, ha ido en ocasiones un tanto a remolque de las circunstancias, sobre todo al tener que afrontar la cobertura de déficit excesivamente voluminosos. De este modo, el instrumento, aunque perfeccionado en sí mismo, ha servido de cauce para una fuerte absorción de recursos y ha impulsado al alza a los tipos de interés. Claro es que, en todo caso, tomando como dato la realidad del déficit, hubiera sido peor utilizar cualquier otro procedimiento para financiarlo.

Lo que sí cabe achacar a la política de deuda propiamente dicha es la tendencia que en algunas etapas se dio —y que fue posteriormente rectificada— al acortamiento de plazos. Esta tendencia influyó en el conjunto del sistema y contribuyó a acentuar la escasez de financiación externa a largo plazo por parte de las empresas, en unos momentos en que, además, la debilidad del mercado accionario hacía muy difícil el lanzamiento de ampliaciones de capital.

¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?

Creo que el ideal es que los mercados sean creados espontáneamente como respuesta a una demanda social. Este es, por ejemplo, el caso de la Bolsa, como mercado financiero principal, que surge históricamente como consecuencia de la necesidad de allegar de manera fraccionada grandes masas de recursos para financiar determinadas operaciones y de la necesidad correlativa de ofrecer un cauce para la movilización de las posiciones inversoras inicialmente asumidas, todo ello sin perjuicio de su ulterior ordenación normativa.

En España existe una cierta tradición de creación o impulso de algunas instituciones financieras privadas por parte de los poderes públicos, tradición apo-

yada en buena parte en el hecho de que la estructura de la imposición directa exigía acomodaciones específicas para que nuevas actividades financieras pudieran tener existencia real, y que ha dejado ciertas secuelas de intervencionismo en esta materia.

En lo que concierne en concreto al Banco de España, puede que se den supuestos en los que convenga que asuma un cierto papel promotor de nuevos mercados, pero limitándonos a una tarea impulsora inicial y, en su caso, a la tutela administrativa respecto a la actuación de los operadores, en la medida en que la naturaleza de éstos lo haga adecuado y siempre sin caer en la tentación de ubicar estos mercados en el seno del propio banco emisor ni de mediatizar su funcionamiento.

¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?

El principal término de referencia que en estos momentos debe utilizarse en esta materia lo constituye la incorporación de España a la Comunidad Económica Europea. Hay que tener en cuenta al respecto que la Comunidad, en los primeros años de su andadura, se preocupó básicamente por la puesta en marcha del Mercado Común, hasta el punto de que usualmente ésta era la expresión con que se aludía a aquélla. Quedó en un segundo plano todo lo no relacionado con el tráfico de mercancías y, desde luego, hasta épocas relativamente recientes, el inicio de la edificación de una comunidad de tipo financiero. De hecho, todavía hoy los sistemas financieros de los países comunitarios se hallan insuficientemente integrados y presentan diferencias institucionales profundas. Sin embargo, es precisamente en los últimos años en los que se ha puesto en marcha, de manera incluso acelerada, una corriente integradora en el aspecto financiero. España accede pues a la Comunidad con un régimen de control de cambios muy estricto, incompatible con las directivas comunitarias y con los compromisos derivados del Tratado de Adhesión, y además en unos momentos en que este tipo de temas se está moviendo en la propia Comunidad. De ahí que haya que avanzar muy deprisa en ese terreno.

Por otra parte, al igual que la construcción del mercado común exigió la armonización de la imposición indirecta, la integración en el campo financiero va a hacer precisa una armonización de la imposición directa, en lo que los órganos comunitarios han sido hasta ahora poco activos. En todo caso, aun sin un impulso por parte de la Comunidad, la legislación española tendría que ir eliminando las singularidades que en este orden nos distancian de los patrones europeos más usuales.

¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circustancias que explican tal situación.

La situación a este respecto parece haber evolucionado como consecuencia de la crisis padecida en los últimos años por el sistema bancario español. Aunque el modelo seguido para afrontarla —que, por otra parte, coincide en lo sustancial con los adoptados por muchos países— en principio no parece que opere en un sentido favorecedor de una valoración acentuada del riesgo, creo que la conciencia de su importancia ha aumentado considerablemente después de los múltiples episodios en que se ha manifestado la crisis.

A su entender, ¿qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?

La implantación de la banca extranjera ha implicado, obviamente, un aumento en el grado de competencia en la actividad bancaria. En alguna medida, ha contribuido también a la aportación de ciertas técnicas operativas que, aunque no eran desconocidas, no habían llegado a aplicarse en España con la misma intensidad.

Pero, fundamentalmente, se trata de un fenómeno que resultaba inevitable, no tanto, como en ocasiones se dijo, por razones de reciprocidad, sino como anticipo a la entonces previsible incorporación a la Comunidad Económica Europea. Estos últimos años, hasta el comienzo de 1986, han supuesto un período de acomodación en el que la banca española se ha habituado a una competencia que de todos modos hubiera tenido que sufrir.

¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?

Parece clara la voluntad política de las autoridades económicas para reducir la inflación, que se ha traducido en una minoración importante de las tasas de aumento de los precios en términos internos, aunque no se haya logrado reducir el diferencial existente con los países con los que España tiene un más alto grado de relación comercial, como son los integrantes de la

Comunidad Económica Europea. Una vez más, el déficit público se manifiesta como uno de los principales obstáculos para una política encaminada a introducir los ajustes que necesita la economía española. Un ejemplo significativo es la resistencia a transmitir al sistema de precios la reducción de los productos petrolíferos. De cara a un futuro próximo, y a pesar de ello, cabe esperar una cierta reducción del nivel de inflación, una vez absorbido el impacto inicial de la implantación del IVA, si bien, para alejar todo peligro de rebrote de los índices de precios, hay que intensificar la lucha por contener el déficit y también por aumentar la competitividad de nuestro sistema productivo, con objeto de reducir el desequilibrio de la balanza comercial.

Por lo que respecta a la evolución de los tipos de interés —que se está revelando como una variable esencial en relación con las expectativas económicas y el funcionamiento del mercado de valores— el comportamiento de los últimos tiempos está poniendo de manifiesto su vinculación con los niveles de inflación. Si se parte de la base de un grado suficiente de liberalización del sistema financiero, es preciso admitir la necesidad de que el ahorro obtenga una retribución positiva, en términos reales, lo cual implica niveles nominales de los tipos de interés superiores a las tasas de inflación.

¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados españoles?

Los estudios realizados acerca de la estructura de la financiación de las empresas españolas ponen de relieve que, efectivamente, tiene el defecto de que se apoya poco en el mercado de capitales. Desde luego, menos de lo que es habitual en los países de nuestro entorno. Las causas son diversas. Entre ellas se pueden mencionar la propia estructura industrial, los recelos que muchas empresas familiares tienen respecto a la participación externa en su capital (por las obligaciones que comporta en diversos aspectos), etc. A todo ello se ha añadido la profunda y dilatada crisis bursátil, que durante bastantes años ha mermado considerablemente las posibilidades de utilizar el mercado de capitales como fuente eficaz de financiación.

En lo que concierne al primero de los puntos señalados, hay que tener en cuenta que nuestra industria cuenta con una fuerte participación del sector público y también de empresas multinacionales.

El panorama, sin embargo, está cambiando. Por una parte, porque el sector público ha dado ya algunos pasos hacia la privatización, total o parcial, de algunas empresas y parece que se propone proseguir en esa línea. Por otra, porque la situación del mercado ha variado sustancialmente y permite la colocación de emisiones o de participaciones en empresas con mucha mayor facilidad.

En cuanto a la segunda parte de la pregunta, entiendo que se refiere más a la actitud de los ahorradores que a la de los demandantes potenciales de fondos. En ese sentido, creo que la valoración externa del riesgo empresarial sería positiva, pero que lo fundamental en estos momentos es la mejora de la información financiera, de periodicidad suficientemente corta como para que los ahorradores y los analistas puedan conocer, de la manera más puntual posible, la situación de las empresas que hacen apelación al ahorro público. En este terreno se han registrado avances importantes, pero todavía queda camino que recorrer.

Juan José TORIBIO DAVILA

Secretario General Técnico de la CAIXA.

¿Cuál considera usted que ha sido el elemento de cambio-liberalización del sistema financiero más importante de los últimos años?

Me es difícil precisar un sólo elemento de liberalización en el proceso de cambio a que se ha visto sometido nuestro sistema financiero en la última década. A mi entender, han sido varios los factores que han desempeñado un papel fundamental en ese proceso. Entre ellos destacaría:

— La desaparición de la Junta de Inversiones, que «calificaba» las emisiones de obligaciones como aptas para cubrir el coeficiente de fondos públicos de bancos y cajas de ahorros. Por supuesto, ello creaba una demanda cautiva de dichos títulos, que se emitían a un interés bajo (de hecho, un precio político) ahuyentador de la demanda privada. La supresión de ese mecanismo distorsionador era, como se ha evidenciado, condición necesaria para el establecimiento de un mercado amplio de títulos de renta fija a medio y largo plazo.

— La equiparación funcional de bancos y cajas de ahorros,

instrumentada en el Real Decreto 2290/1977, de 27 de agosto.

— La liberalización gradual de los tipos de interés de las entidades de crédito, próxima a completarse. Es una lástima que no haya venido acompañada —como debía— de la eliminación total de los coeficientes de inversión obligatoria en las entidades de depósito.

— La autorización para el establecimiento de la banca extranjera. A pesar de las limitaciones a que se ha visto sometida, es evidente el papel renovador que ha jugado, actuando de revulsivo para los intermediarios nacionales.

— La instrumentación moderna de la política monetaria, con objetivos cuantitativos definidos y públicos, y con una actuación flexible de la autoridad, ejercida a través del mercado. Ello ha desembocado en la existencia de un mercado interbancario relativamente amplio y estable, sin fenómenos de racionamiento, y por consiguiente con precios —tipos de interés a corto plazo— que reflejan las condiciones subyacentes de oferta y demanda. Además, ha permitido el establecimiento de un floreciente mercado de financiación a largo plazo, aún en un contexto de expectativas de inflación altas e inciertas, por la vía de los préstamos a interés variable, en sus diversas fórmulas.

¿Cuál es su opinión sobre el proceso de desintermediación bancaria?

Me gustaría precisar ante todo el sentido del término «desintermediación», que ha adquirido un significado ambiguo en nuestro país. En general, en España, el vocablo se aplica a todas las operaciones bancarias no tradicionales; se trata, en muchos casos, de una «desintermediación intermediada». En su sentido americano —más estricto— la palabra alude a las transacciones financieras directas entre inversores (por lo común, grandes empresas) y ahorradores sin intervención alguna de entidades financieras.

Pienso que las dos clases de fenómenos que designa la expresión son a la vez inevitables (fruto de la liberalización de mercados financieros y de la revolución tecnológica en informática y comunicaciones) y no necesariamente negativas, en cuanto que constituyen una expresión de libre competencia en los mercados de capitales a corto y largo plazo que, en definitiva, reduce los costes operativos.

¿Qué juicio le merece la política desarrollada en los últimos años en materia de deuda pública por el gobierno? Indique expresamente los factores de la política de deuda que le parecen especialmente importantes.

Debo decir, en primer lugar, que me parece mal que tenga que existir una política de deuda, puesto que ello indica que el sector público incurre en déficit reiterados que constituyen una traba al crecimiento económico.

Sentada esta base, cabe afirmar que la ejecución de la política de endeudamiento público ha sido, en general, correcta. En las modalidades de deuda *a medio y largo plazo* se ofrecen hoy una variedad de instrumentos de distinta maduración y tasas de interés adaptadas a las preferencias de distintos tipos de ahorradores finales. La inminente puesta en marcha del sistema de anotaciones en cuenta proporcionará aún mayor flexibilidad y liquidez a esos títulos y supondrá, sin duda, una formación de precios en los mercados primario y secundario más eficiente.

En la deuda *a corto plazo* (instrumentada hasta el presente en pagarés del Tesoro) hay, sin embargo, luces y sombras. En principio, estos títulos, están llamados a satisfacer la demanda de segmentos de mercado interesados en adquirir activos a corto, de riesgo casi nulo y, permiten, a la vez, instrumentar la política monetaria de forma óptima a través de operaciones *open market*.

Existen, sin embargo, dos factores que distorsionan en alto grado el mercado de estos títulos en España: el primero es la existencia del coeficiente de inversión obligatoria en pagarés del Tesoro de las entidades de crédito; el segundo es el privilegio de opacidad fiscal que les otorgó la Ley sobre Fiscalidad de Determinados Activos Financieros de mayo de 1985. Ambos factores distorsionantes son fruto de un intento de reducir artificialmente el coste aparente de la deuda pública, sin atender a las consecuencias negativas que de tales restricciones se derivan para el propio mercado de estos títulos, balcanizado a raíz de ellas.

¿Qué papel cree usted que debería jugar el Banco de España en el desarrollo de nuevos mercados financieros privados?

Creo que, en este sentido, el Banco de España, al igual que el resto de las autoridades económicas, debe limitarse a crear un marco estable dentro del cual la iniciativa privada pueda desenvolverse a través de expectativas lo menos inciertas posible.

Soy, en general, partidario de la técnica anglosajona de la au-

torregulación de las instituciones presentes en el mercado, frente a la práctica latina —seguida en nuestro país— del intervencionismo reglamentador por parte de las autoridades.

Como ejemplo de nuevas actitudes plausibles, me gustaría sacar a colación la reciente iniciativa del Banco de España, convocando a representantes de los intermediarios financieros que operan en el naciente mercado de pagarés de empresa e invitándoles a proponer a las autoridades su propio proyecto de marco regulador que asegure la seriedad, liquidez y eficiencia de los intercambios.

¿Considera que nuestro sistema financiero se encuentra preparado para afrontar su integración en los mercados internacionales?

En los últimos años, nuestro sistema financiero ha experimentado avances sustanciales, en cuanto que ha incorporado nuevos productos, ha abierto nuevos mercados y —lo que es más importante— ha acumulado un acervo de experiencia en el funcionamiento de instrumentos innovadores que le permiten afrontar con confianza un futuro de mayor libertad. En este sentido, me remito a lo ya comentado en la primera pregunta.

A pesar de los avances logrados, creo que todavía no estamos preparados para una incorporación plena a los mercados financieros internacionales. Ello es debido a dos motivos: en primer lugar, a las normas de control de cambios, que han sido extremadamente restrictivas desde 1938 hasta finales del pasado año, y que han propiciado un raquitismo lamentable en el mercado de divisas español. A nuestras empresas e inversores institucionales no les han preocupado, en general, las cuestiones de inversión en divisas, porque el acceso a las mismas se encontraba fuertemente limitado. Nos falta, por tanto, experiencia y formación para acceder a los mercados internacionales como inversores profesionales.

En segundo lugar, no parece que las entidades financieras españolas tengan hoy la dimensión apropiada para competir en igualdad de condiciones y capacidad de servicio con las grandes instituciones europeas. Será necesario replantearse, en algún momento, la estructura y dimensión de nuestros intermediarios financieros.

¿Cree usted que en el mercado monetario español existe una correcta valoración del riesgo? Si su opinión es negativa, indique las circustancias que explican tal situación.

Debemos distinguir dos segmentos dentro del mercado monetario español. En primer lugar, el mercado interbancario, que tiene, en general, un funcionamiento correcto. Es cierto que últimamente se ha producido algún incidente lamentable, pero con un carácter totalmente excepcional, y que no resulta del todo extraño en un mercado joven como el nuestro. En la perspectiva de la década larga que lleva funcionando el mercado interbancario, los incidentes han sido mínimos, sin conexión unos con otros y de importe y alcance muy limitados. A cambio, se ha obtenido un mercado muy flexible, amplio, eficiente y con costes de funcionamiento reducidos.

El resto del mercado financiero a corto plazo (en especial el de pagarés de empresa) tiene defectos de funcionamiento serios. No existe en él una valoración de la solvencia de los emisores de títulos y se da una gran confusión en torno a las distintas emisiones en el mercado y a sus condiciones respectivas. Estos defectos son imputables a dos malos usos: la falta de transparencia tradicional de la empresa española y la falta de autorregulación de los participantes en el mercado y, muy especialmente, de sus intermediarios. Se echa en falta la presencia de *rating agencies,* fundamentales en el mercado americano de *commercial paper,* cuya función consiste en informar al inversor de la calidad de lo que está comprando con su dinero. Si no es posible la presencia en nuestro país de ninguna de las dos grandes agencias americanas, sería deseable la creación de una agencia española, siempre que fuera capaz de garantizar su independencia de juicio.

A su entender ¿Qué efectos ha producido el asentamiento de bancos extranjeros en España?

A pesar de los temores suscitados en junio de 1978 (cuando se autorizó su establecimiento), el efecto de la presencia de banca extranjera en España ha sido muy positivo. Los bancos extranjeros han supuesto un estímulo para la competencia y una llamada de atención para la permanente puesta al día de la banca nacional; han sido fuente constante de nuevas ideas y nuevos productos en nuestro sistema financiero; en casos concretos, se han hecho cargo de bancos en crisis y, por último, pero no con menos importancia, han constituido una excelente base de entrenamiento de profesionales españoles.

¿Cuáles son las perspectivas que, a su juicio, ofrece la inflación en el futuro inmediato? ¿Qué efectos

pueden producirse en los tipos de interés del mercado monetario?

Creo que en los próximos meses vamos a presenciar un descenso significativo de la tasa de inflación. Por un lado, en la inflación acumulada de los doce últimos meses va a desaparecer el efecto de la introducción del IVA. Por otro, si la autoridad monetaria consigue mantener el crecimiento de M4 en el 8 por 100 (restrictivo en comparación al 11 por 100 del pasado ejercicio), las expectativas de este mismo hecho serán suficientes para imponer cautela en las decisiones de elevación de precios por parte de los distintos agentes. Por último, todo parece indicar que las alegrías en las alzas de salarios sufridas en 1986 no se van a repetir en este ejercicio. Con todo, es preciso no bajar la guardia y tener presente que el diferencial de inflación con nuestros consocios de la CEE se mantendrá, en el mejor de los casos, entre un 2,5 y un 3 por 100, lo que nos obligará a realizar esfuerzos adicionales en ejercicios sucesivos.

Esta tendencia descendente de la inflación debe impulsar también a la baja los tipos de interés nominales. No obstante, ese efecto puede verse compensado, en parte, por tensiones alcistas en el componente *real* de los tipos, derivadas del déficit público —todavía importante— y de la propia disciplina monetaria anunciada por el Banco de España. Como resultado de todo ello, en el ejercicio 1987 podremos observar una cierta reducción en los tipos de interés, pero menos pronunciada que el descenso experimentado por la tasa de inflación. Esa parece, al menos, la previsión más razonable con los datos hoy disponibles.

¿A qué atribuye usted que las empresas no acudan en mayor medida a financiarse en los mercados? ¿Considera usted que una valoración externa del riesgo empresarial contribuiría a dotar de fluidez a los mercados financieros españoles?

Las empresas españolas acuden muy poco a la Bolsa en busca de fondos, por razones de opacidad fiscal. En general, tienen miedo al fisco, y no les faltan razones para ello. En la esencia de todo mercado (y la Bolsa no es excepción) late una necesidad de máxima transparencia: quien compra quiere conocer con suficiente detalle lo que adquiere a cambio de su dinero. Así pues, la exigencia de transparencia del inversor choca con el deseo de buena parte de los empresarios de mantener la mayor opacidad posible frente a Hacienda.

Por otro lado, los inversores bursátiles sufren en España, en general, un trato fiscal más oneroso de lo que es común en Europa, tanto por lo que se refiere a las plusvalías (que se consideran renta corriente en España, frente a un trato fiscalmente favorable en otros países) como por la doble imposición de los dividendos, corregida sólo en parte con la desgravación del 10 por 100 en el IRPF.

En definitiva, la fiscalidad española penaliza a quienes operan en el mercado y distorsiona el funcionamiento del mismo.

Supongo que en la segunda parte de la pregunta, con la expresión «valoración externa del riesgo empresarial» se quiere aludir a los servicios de las *rating agencies*, a las que ya he hecho referencia antes. Reitero lo que ya he dicho allí: en ausencia de las dos grandes agencias estadounidenses, cuya independencia está fuera de duda, las posibles agencias clasificadoras españolas que podrían crearse no sólo debieran ser independientes, sino también tendrían que parecerlo, más allá de toda duda razonable, único camino para ser tomadas en serio por los mercados.

COLABORADORES EN ESTE NUMERO

ABAD HERNANDO, Francisco Javier. Nacido en 1948. Ingeniero Industrial, Licenciado en Ciencias Económicas y Diplomado en Dirección de Empresas. Actualmente es Director General Adjunto del BANCO ARABE ESPAÑOL, S.A. (ARESBANK). Consejero del BANCO DE LA EXPORTACION, S.A. Vicepresidente de ARABE ESPAÑOLA DE SERVICIOS, S.A. Presidente de ARESHIPPING, S.A. y Consejero de ARABE ESPAÑOLA DE COMERCIO, S.A.

ALMAZAN MANZANO, Miguel Angel. Nació en Guadalajara, en 1956. Licenciado en Ciencias Económicas. En la actualidad es titulado del Servicio de Estudios del Banco de España.

ARGANDOÑA RAMIZ, Antonio. Catedrático de Teoría Económica de la Universidad de Barcelona y Profesor Extraordinario del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa, de Barcelona. Director técnico de Enciclopedia Práctica de Economía y de Enciclopedia de Economía Española (Editorial Orbis).

ARRANZ MORO, Julio. Es Profesor Mercantil y Censor de Cuentas. Entre 1973 y 1980 ejerció como auditor externo. De 1980 hasta 1984 ocupó la Dirección de los Servicios de Auditoría del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios. Ha sido Consejero del Banco de Levante y en la actualidad lo es del de Expansión Industrial (Ex-Bank). Hasta marzo de 1987 ha ocupado la Jefatura de Análisis Financiero de los Servicios de Inspección de Entidades de Crédito y Ahorro en el Banco de España. Desde primeros de abril es socio-director de la firma SERFINVEST, S.A. dedicada a la prestación de servicios financieros y asesoramiento de inversiones.

BAREA TEJEIRO, José. Nació en Málaga en 1923. Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Autónoma de Madrid. Ha sido Director General de Presupuestos y Subsecretario de Presupuesto y Gasto Público, Consejero del INI, Consejero del FORPPA, Consejero Delegado de Iberia, Secretario de Estado para la Seguridad Social, Presidente del Banco de Crédito Agrícola y Vicepresidente de la Confederación Internacional del Crédito Agrícola.

CAMPOS ECHEVERRIA, José Luis. Nació en Madrid en 1945. Licenciado por ICADE, en Derecho de Empresas. Comenzó como Analista Financiero en EUROVALOR (Fondo de Inversión) en 1968. Fondo de Inversiones del Banco Popular, FONTISA, 1970. Fondo de Inversiones del Banesto. Servicio de Estudios del Banco Español de Crédito. Actualmente es Consejero Delegado de IBERDEALER, S.A., S.M.M.D. Es Fundador y Director desde 1973 del *Boletín del Análisis Financiero* del Instituto de Analistas de Inversiones.

CUERVO-ARANGO MARTINEZ, Carlos. Licenciado por la Universidad Complutense y Ph. D. por la Universidad de Minnesota. Perteneció al equipo de FEDEA hasta septiembre de 1986. Es profesor titular de Teoría Económica en el Departamento de Economía Cuantitativa de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense. Actualmente trabaja para la empresa GESMOSA.

EZQUIAGA DOMINGUEZ, Ignacio. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Actualmente es miembro del Servicio de Estudios de Gestión Monetaria, S.A., GESMOSA.

FERNANDEZ, Vicente Javier. Es Economista en el Fondo Monetario Internacional. Es Doctor en Ciencias Económicas y Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense, Master de Economía por la Universidad de Chicago. Técnico Comercial y Economista del Estado. Ex-profesor de Economía Internacional en la Universidad Complutense. Ha sido becario del Banco de España y de la Fundación Fullbright-MEC. Autor de varios artículos sobre economía regional e internacional.

FERNANDEZ PEREZ, Eduardo. Nació en Casas de Vés (Albacete) en 1944. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Actualmente es titulado del Servicio de Estudios del Banco de España en la Oficina de Estudios Monetarios y Financieros.

GIL, Gonzalo. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid. Ingresó en el Banco de España como Economista titulado en 1968. En 1982 pasa a desempeñar su actividad en el área internacional de dicha institución. En la actualidad es Jefe del Servicio de Relaciones Exteriores y Economía Internacional.

JOSWIG, Dieter. Licenciado en Ciencias Económicas en la Universidad de Colonia (RFA) y Doctor en Económicas por la Universidad de Madrid. Es Director Gerente para España de COMMERZBANK, AG, uno de los tres mayores bancos comerciales privados alemanes, y actúa como consejero de varias empresas en España. Es autor de varias publicaciones y artículos acerca de temas financieros, especialmente con respecto a España.

LAGARES CALVO, Manuel Jesús. Nació en La Palma del Condado (Huelva) en el año 1941. Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal. Inspector de Finanzas del Estado, excedente, ex-Subsecretario de Economía, ex-Consejero para Asuntos Económicos del Presidente del Gobierno. Actualmente desempeña el cargo de Director Adjunto de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y Director de la Revista mensual *Coyuntura Económica*.

LATORRE DIEZ, Joaquín. Nacido en Zaragoza. Licenciado en Derecho por la Universidad de Barcelona. Ingresó en el Cuerpo Técnico del Banco de España en 1954. Inspector de Entidades de Crédito y Ahorro desde 1969. Ha sido Secretario del Centro de Formación del Banco de España durante el período 1974-1982. En la actualidad ocupa la Subjefatura de Instituciones Financieras en el propio Banco de España.

MAULEON TORRES, Ignacio. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Bilbao, Licenciado en Sociología por la Universidad de Deusto, Master y Doctor en Econometría y Economía Matemática por la London School of Economics. En la actualidad es titulado del Servicio de Estudios del Banco de España y profesor de Econometría en el Centro de Formación para postgraduados de dicho Banco. Es autor de numerosos trabajos sobre temas monetarios y econométricos, que han aparecido en publicaciones nacionales y extranjeras.

NOVALES CINCA, Alfonso. Licenciado en Ciencias Matemáticas por la Universidad de Zaragoza, 1974. Doctor en Ciencias Matemáticas por la Universidad del País Vasco, 1981. Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota, 1983. Profesor Titular en la Universidad Complutense, 1985. Actualmente es Investigador en FEDEA.

ONTIVEROS BAEZA, Emilio. Catedrático de Economía de la Empresa y Vicerrector de la Universidad Autónoma de Madrid donde, desde hace años, viene investigando y enseñando en el campo de las Finanzas Internacionales. Es autor de numerosas publicaciones sobre mercados financieros internacionales y gestión financiera internacional.

ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo. Después de estudiar estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España como Economista titulado del Servicio de Estudios en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachussetts, especializándose en econometría y teoría monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el estudio del Mercado de Valores y desde diciembre de 1982 a octubre de 1985 desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera. Actualmente es Director General del Banco de España.

POVEDA ANADON, Raimundo. Nació en Valencia, en 1937. Doctor en Derecho y Licenciado en Ciencias Económicas. Ha sido profesor de Economía Política en las Facultades de Derecho de las Universidades de Valencia y Complutense. La mayor parte de su actividad profesional se ha desarrollado en el Banco de España, como titulado y después Subdirector del Servicio de Estudios, Jefe de la Oficina de Regulación Bancaria y Subdirector General. Ha sido asesor de la Dirección General de Política Financiera. Tiene publicado un libro y numerosos artículos, colaboraciones y conferencias sobre temas monetarios, financieros y bancarios.

RAMIREZ BALZA, Raquel. Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense, Master en Economía por la London School of Economics (M. Sc.) Ha trabajado en GESINCA, S.A. y actualmente es miembro del servicio de estudios de Gestión Monetaria, S.A.

SANCHEZ-PEDREÑO, Antonio. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid. Fue Research Student en el Trinity College de la Universidad de Cambridge (Inglaterra). Ha sido Subdirector del Servicio de Estudios del Banco de España; Director General Adjunto-Director del Departamento Extranjero de la misma institución, de la cual es en la actualidad Director General del área internacional.

SANZ MEDRANO, Beatriz. Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid en la especialidad de Teoría Económica. Titulada del Servicio de Estudios del Banco de España en la Oficina de Estudios Monetarios y Financieros.

SORIANO AROSA, Francisco Javier. Nació en 1944. Economista y actualmente Director General de

Gestión Monetaria, S.A. GESMO-SA. Desde 1974 a 1982 fue Director del Servicio de Estudios de Gestión, Estudios e Inversiones de las Cajas de Ahorros (GESINCA) y colaborador de la Escuela de Formación de las Cajas de Ahorros.

TERMES CARRERO, Rafael. Nació en Sitges (Barcelona), el 5 de diciembre de 1918. Es Doctor Ingeniero Industrial; Profesor de Finanzas del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa de la Universidad de Navarra; Presidente de la Asociación Española de Banca Privada (AEB); miembro del Consejo de Administración del Banco Popular Español y Consejero Delegado del mismo, aunque en suspensión de funciones mientras sea Presidente de la AEB; Presidente de Honor del Instituto Español de Analistas de Inversiones; ex-Presidente de la Federación Europea de Asociaciones de Analistas Financieros, con sede en París; Vocal-Contador del Comité Ejecutivo de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE); Vocal del Consejo Rector de la Asociación para el Progreso de Dirección, y Vocal del pleno del Consejo Superior de Cámaras Oficiales de Comercio, Industria y Navegación de España. Es Vicepresidente de la Federación Bancaria de la Comunidad Europea, con sede en Bruselas, y miembro del Comité Económico y Social de la CEE. Es Académico Numerario de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras y posee, entre otras condecoraciones, la Gran Cruz de la Orden del Mérito Civil y la Legión de Honor.

TRUJILLO DEL VALLE, José A. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense y Ph. D. por la Universidad de Minnesotta. Pertenece al equipo de investigadores de FEDEA. Es profesor titular de Teoría Económica en el Departamento de Economía Cuantitativa de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Complutense.

VARGAS BAHAMONDE, Fernando. Nació en Concepción (Chile) en 1952. Es licenciado en Ciencias Económicas y titulado del Servicio de Estudios del Banco de España.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS DE ALICANTE Y MURCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALICANTE
ALICANTE

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE ALMERIA
ALMERIA

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE ANTEQUERA
ANTEQUERA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE PENSIONES PARA LA VEJEZ Y DE AHORROS DE CATALUÑA Y BALEARES
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE BILBAO
BILBAO

CAJA DE AHORROS VIZCAINA
BILBAO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CACERES
CACERES

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CADIZ
CADIZ

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CASTELLON
CASTELLON

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CEUTA
CEUTA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS DE CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE HUELVA
HUELVA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ DE LA FRONTERA
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LEON
LEON

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID
MADRID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MALAGA
MALAGA

CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU
MANLLEU (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MANRESA
MANRESA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS LAYETANA
MATARO (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MURCIA
MURCIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE ONTENIENTE
ONTENIENTE (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE
ORENSE

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS
OVIEDO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES
PALMA DE MALLORCA

CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS
LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE NAVARRA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE PLASENCIA
PLASENCIA (CACERES)

CAJA DE AHORROS DE POLLENSA
POLLENSA (BALEARES)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA
PONTEVEDRA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA
RONDA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS DE SABADELL
SABADELL (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO
SAGUNTO (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA
SALAMANCA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL
DE SAN SEBASTIAN—DONOSTIAKO AURREZKI KUTXA MUNICIPALA
SAN SEBASTIAN (GUIPUZCOA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUIPUZCOA
SAN SEBASTIAN

CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS
SANTA CRUZ DE TENERIFE

CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA
SANTANDER

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGORBE
SEGORBE (CASTELLON)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA
SEGOVIA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE SEVILLA
SEVILLA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL SAN FERNANDO DE SEVILLA
SEVILLA

CAJA GENERAL DE AHORROS
Y PRESTAMOS DE LA PROVINCIA DE SORIA
SORIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA
TARRAGONA

CAJA DE AHORROS DE TERRASSA
TERRASSA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TOLEDO
TOLEDO

CAJA DE AHORROS DE TORRENT
TORRENT (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS DE VALENCIA
VALENCIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALENCIA
VALENCIA

CAJA DE AHORROS POPULAR DE VALLADOLID
VALLADOLID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALLADOLID
VALLADOLID

CAJA DE AHORROS
MUNICIPAL DE VIGO
VIGO (PONTEVEDRA)

CAJA DE AHORROS DEL PENEDES
VILAFRANCA DEL PENEDES (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE LA CIUDAD DE VITORIA
VITORIA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE ALAVA
VITORIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ZAMORA
ZAMORA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA
ZARAGOZA

CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA
ZARAGOZA