

Actividad económica y sistema financiero

E. HERNANDEZ ESTEVE

1. SISTEMA Y ACTIVOS FINANCIEROS

Por sistema financiero entendemos el conjunto de instituciones, prácticas, relaciones y mecanismos que tienen que ver fundamentalmente con los activos financieros.

La riqueza puede manifestarse y mantenerse en dos formas distintas: en forma de activos reales o en forma de activos financieros. Mientras el conjunto de los primeros (terrenos, edificaciones, obras públicas, ganado, instalaciones industriales, maquinaria, herramientas, bienes en proceso de transformación, existencias de bienes de consumo, etc.) forma el inventario de una nación, su riqueza global, los segundos, en cambio, ofrecen la particularidad de que considerados en conjunto no constituyen ninguna riqueza, pues al estar formados por títulos de crédito, en un balance a escala nacional se anulan mutuamente, compensándose con la otra cara del crédito: el débito; porque como es lógico a cada título de crédito corresponde como contrapartida un reconocimiento de deuda. De manera que, aunque para los sujetos económicos considerados individualmente los activos financieros constituyan una forma de mantener la riqueza tan satisfactoria o más que la tenencia de activos reales, para la economía en su conjunto un mayor o menor volumen total de activos financieros internos no supone "per ser" una mayor o menor riqueza nacional: En definitiva, después de hechas las compensaciones oportunas, indicaría solamente la parte de la riqueza nacional real usufructuada, movilizada, por sujetos distintos a sus propietarios (1).

(1) Lógicamente, sin embargo, cuanto mayor sea la riqueza de un país tanto mayor acostumbrará a ser en términos absolutos el volumen de activos financieros que existan en él. Y no sólo eso, sino que, en general, puede afirmarse que el desarrollo de los países va unido a un crecimiento más que proporcional de sus activos financieros en relación al total de su riqueza. (Ver el reciente trabajo de JOHN G. GURLEY: *Financial Structures in Developing Economies*, en "Krivine", David (Editor): *Fiscal and Monetary Problems in Developing States*, New York, 1967, página 99 y ss.). Obsérvese, por consiguiente, cómo a pesar de no aumentar o representar riqueza por sí mismos, los activos financieros internos —otra cosa es, desde luego, respecto a los activos financieros sobre el exterior de la economía considerada— constituyen un excelente indicador sobre la situación de esa economía.

Para que surjan activos financieros, cuyo rasgo distintivo "ex definitione" ya hemos visto que era el de constituir deudas o créditos, según el aspecto que se mire, será, pues, condición imprescindible, en principio, que algunos sujetos económicos sean superavitarios, es decir, dispongan de un remanente de sus ingresos una vez sufragados los gastos corrientes, y que otros, por el contrario, sean deficitarios y estén dispuestos a tomar a préstamo la diferencia entre sus gastos e ingresos.

Los activos financieros pueden clasificarse de muchas formas, pero en esta primera aproximación nos interesa destacar, sobre todo, su división en dos grandes categorías: activos financieros directos y activos financieros indirectos. Los primeros son los emitidos por los sujetos económicos que desean tomar a préstamo, contra entrega de tales activos —que no suponen otra cosa que reconocimientos de deuda—, los fondos que necesitan para utilizarlos directamente; mientras los segundos son los emitidos por intermediarios, los intermediarios financieros, que toman prestados los fondos no con el objeto de utilizarlos ellos y cubrir así su déficit entre los ingresos y los gastos planeados, sino a fin de volverlos a prestar comprando otros activos financieros, directos por lo regular, aunque no está excluido el caso, corriente en los sistemas financieros de algunos países, de que los activos financieros indirectos emitidos sirvan para adquirir a su vez nuevos activos de tipo indirecto, dando lugar a una intermediación de segundo grado (2). De cualquiera forma, ésta es una cuestión de compensación interior que en nada afecta al papel mediador que desempeñan los activos financieros indirectos en la distribución de los fondos ociosos.

Es importante distinguir, dentro de los activos financieros indirectos, entre activos monetarios y no monetarios (3). Los monetarios, como su nombre indica, son los utilizados como dinero, es decir, como medio de pago, mientras que los no monetarios constituyen el resto. Durante mucho

(2) Esta circunstancia ha dado lugar incluso a una diferenciación entre intermediarios financieros primarios y secundarios, según obtengan sus recursos directamente de las economías domésticas, empresas o sector público, o les sean proporcionados por otros intermediarios financieros. Ver GOLDSMITH, Raymond W.: *Financial Intermediaries in the American Economy Since, 1900*, Princeton, 1958, pág. 51.

Por otra parte, y en diferente contexto, la forma tal vez más simple y común de transformación de un activo financiero indirecto en otro, es el ingreso en efectivo en una cuenta de depósito. El hecho de que el medio corriente de pago y de percepción de la renta sea un activo financiero indirecto, dificulta por lo demás, en muchos casos, una visión clara de las cosas.

(3) La definición moderna de los activos financieros indirectos se debe a John G. Gurley y Edward S. Shaw, creadores, como en seguida veremos, de una nueva concepción de la teoría financiera. Véase, al respecto, su obra: *Money in a Theory of Finance*, Washington, 1960, pág. 363.

tiempo se partió en la investigación monetaria del supuesto de que el dinero constituía de por sí una categoría independiente, a la que no cabía relacionar con el resto de los activos financieros. Modernamente, sin embargo, se han demostrado de forma empírica los rasgos esenciales comunes a todos ellos y se ha encuadrado consiguientemente al dinero dentro del marco general de los activos financieros indirectos, ganando con ello un nuevo punto de enfoque de la problemática monetaria y financiera en general (4). Sin duda que se le reconocen al dinero características especia-

(4) El impulso inicial en esta integración de la teoría monetaria en una teoría general de los activos financieros, con todas sus implicaciones político-monetarias, se debe principalmente a John G. Gurley y Edward S. Shaw, de quienes ya hemos hablado. Empezaron a tocar el tema en su artículo *Financial Aspects of Economic Development*, en "American Economic Review", vol. XLV, septiembre de 1965, continuando la línea emprendida en *Financial Intermediaries and the Savings-Investment Process*, aparecido en el "Journal of Finance", vol. XI, mayo de 1956, y en *The Growth of Debt and Money in the United States, 1800-1950: A Suggested Interpretation*, en "Review of Economics and Statistics", vol. XXXIX, agosto de 1957. Estos trabajos culminaron con la publicación de su obra capital, ya citada: *Money in a theory of finance*, Washington, 1960. En estudios independientes también insistieron, cada cual por su lado, en el nuevo enfoque propuesto. Así, John G. Gurley publicó en 1960 un trabajo titulado *Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Economy*, Study Paper 14, Joint Economic Committee, 86 th Cong., 2nd sess., Washington, del que más adelante citaremos un capítulo: *The Market for Loanable Funds, Creation of Liquid Assets, and Monetary Control*, reimpresso en Carson, Deane (Editor): "Money and Finance", New York, 1966. Otro trabajo del mismo autor sobre el tema fue *The Radcliffe Report and Evidence*, en "American Economic Review", vol. L, septiembre 1960. El último trabajo de este autor sobre el tema es un artículo, también citado ya, incluido en "Krivine", David (Editor): *Fiscal and Monetary Problems in Developing States*, New York, 1967, en el que bajo el título de *Financial Structures in Developing Economies*, y dentro de su enfoque teórico peculiar, desarrolla la idea de que la técnica financiera es sólo uno de los medios que un país puede emplear en la búsqueda de un nivel mayor de desarrollo. EDWARD S. SHAW, por su parte, publicó hace años un trabajo titulado *Money Supply and Stable Economic Growth*, United States Monetary Policy, New York, 1958.

Pese a las severas críticas iniciales (véase la comunicación de J. M. Culbertson en *American Economic Review*, vol. LVIII, marzo 1958, seguida de la correspondiente réplica de nuestros autores; el artículo de J. ASCHHEIM: *Commercial Banks and Financial Intermediaries: Fallacies and Policy Implications*, en "Journal of Political Economy", vol. LXVII, febrero de 1959; así como el artículo crítico de DON PATINKIN: *Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory*, en "American Economic Review", vol. LI, marzo 1961), lo cierto es que el movimiento iniciado por Gurley y Shaw se ha convertido en uno de los hechos más importantes habidos lugar en el seno de la teoría monetaria desde hace muchos años, con repercusiones que todavía es pronto para juzgar. (Véase, al respecto, a JOHNSON, Harry G.: *Recent Developments in Monetary Theory*, en "Indian Economic Review", vol. 6, número 3, febrero, y vol. 6, número 4, agosto 1963. También su otro artículo *Monetary Theory and Policy*, en "American Economic Review", vol. LII, junio 1962. Ambos trabajos han sido reimpressos en el libro de "readings", editado por el mismo autor: *Essays in Monetary Economics*, London, 1967. Del último artículo hay versión española publicada en "Anales de Economía", enero-marzo 1963.

les muy destacadas, como la condición de medio de pago que le es propia. Pero al lado de esta función, presenta indudablemente la propiedad de constituir una forma de expresión y conservación de la riqueza siendo al mismo tiempo un título de crédito, rasgos éstos comunes a todos los activos financieros.

2. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y MERCADO DE FONDOS PRESTABLES

A través de todo lo expuesto anteriormente, hemos visto cómo se dibujaban dos distintos tipos de sujetos en relación con el mecanismo financiero: los intermediarios financieros y los sujetos económicos no financieros. Entre aquéllos cabía distinguir los intermediarios financieros monetarios y los intermediarios financieros no monetarios. Los primeros se caracterizaban por su capacidad de emitir activos financieros indirectos de índole monetaria, es decir, con la propiedad de ser utilizados como medios de pago, mientras los segundos se limitaban a emitir activos financieros indirectos carentes de tal propiedad (5). A todos ellos, empero, era común la circunstancia de que parte principal de su negocio consistía en captar recursos mediante la emisión de activos financieros indirectos colocados, es decir, vendidos, entre los sujetos económicos no financieros, ante los cuales, por consiguiente, se endeudaban; recursos que a su vez eran utilizados en la compra de los activos financieros directos, o títulos de deuda, emitidos por los sujetos económicos no financieros, situándose ante ellos por ese concepto en posición acreedora. A despecho de una mayor precisión más adelante, al hablar de la creación y destrucción de los activos financieros, puede ya adelantarse aquí que entre los intermediarios financieros de tipo monetario con que cuenta una moderna economía capitalista se incluyen por lo regular el Gobierno, el banco central y los bancos comerciales, mientras que entre los no monetarios se acostumbra a encontrar los bancos industriales y de negocios, las cajas de ahorro, las compañías de seguros, las cajas de pensiones y entidades de seguridad social, las entidades de financiación de ventas a plazo, las compañías de inversión mobiliaria, etc.

(5) Una diferencia de gran alcance en teoría y política monetaria, pero de menor interés dentro de nuestro contexto, se refiere al hecho de que los intermediarios financieros de tipo monetario pueden expandirse de forma multiplicativa a partir de sus reservas líquidas, mientras los no monetarios deben limitarse a transmitir los fondos recibidos. Los primeros, en cambio, pueden crear buena parte de estos fondos, como más adelante se tratará con mayor detalle.

Los sujetos económicos no financieros están constituidos por los consumidores, las empresas y el Gobierno. Según su comportamiento en las relaciones financieras, pueden dividirse en prestatarios últimos y prestamistas últimos. Los prestatarios últimos emiten los activos financieros directos en contrapartida de los fondos que quieren tomar prestados. Estos activos son ofrecidos a los prestamistas últimos así como a los intermediarios financieros, monetarios y no monetarios. A su vez, los prestamistas últimos son los suministradores de los fondos requeridos, bien directamente mediante la compra de activos financieros directos, bien indirectamente a través de la adquisición de los activos creados por los intermediarios financieros (6).

DEMANDA FINAL

DE FONDOS PRESTABLES

OFERTA FINAL

DE FONDOS PRESTABLES



- 1, 2 y 3: Emisión de activos financieros directos.
- 4: Emisión de activos financieros indirectos de tipo monetario.
- 5: Emisión de activos financieros indirectos no monetarios.

De acuerdo con lo dicho, el mecanismo de distribución de los fondos prestables afluidos al sistema financiero podría representarse de forma muy simplificada, una vez eliminadas las compensaciones intrasistema, según lo figurado en el siguiente cuadro (7):

Hay que tener en cuenta que el esquema anterior, muy simplificado

(6) En la creación multiplicativa del crédito a que arriba se hace referencia, propia de los intermediarios monetarios, las cosas ocurren de manera algo diferente, pues los intermediarios no compran activos directos con los fondos recogidos de los prestamistas últimos, sino con los activos indirectos que emiten ellos mismos al efecto y entregan a los prestatarios en pago de los activos comprados. La labor mediadora de los intermediarios, tradicionalmente desdoblada en dos: una venta de activos indirectos, por un lado, como fuente de fondos, y una compra de activos directos, por el otro, como colocación de estos fondos, se funde aquí en una sola y única operación: compra de activos directos mediante emisión y entrega de activos indirectos. Más adelante se volverá sobre el particular.

(7) Con algunas modificaciones, este cuadro corresponde al presentado por John G. Gurley, en su trabajo *The Market for Loanable Funds, Creation of Liquid Assets, and Monetary Control*, incluido en Carson, Deane (Editor): "Money and Finance", New York, 1966, pág. 177 y ss., del que ya se ha hablado más arriba.

como ya se ha dicho, presenta importantes limitaciones que conviene tener presentes. En primer lugar, muchos intermediarios financieros monetarios obtienen también recursos a través de la emisión de activos no monetarios (8); a efectos de las relaciones presentadas en el cuadro, el negocio no monetario de los intermediarios financieros monetarios deberá incluirse, empero, en el sector no monetario del sistema. De igual modo, algunos intermediarios financieros considerados no monetarios, emiten regularmente cierta cantidad de activos monetarios, por lo que, con respecto a esta parte de su actividad, se encuentran incluidos en el sector monetario. En segundo lugar, el esquema establecido se refiere únicamente a la obtención de recursos nuevos durante un período de tiempo determinado, de forma que cuando lo que interesen sean las relaciones netas, al flujo bruto de fondos prestables originado durante el período habrá que deducirle los fondos devueltos a sus propietarios en el curso del mismo, con la consiguiente destrucción de los activos financieros que lo habían movilizado. Por último, no hay que olvidar que al lado de la constante generación y destrucción de activos financieros, existe un movido tráfico de activos emitidos con anterioridad que no afecta de forma directa al volumen de nuevos fondos prestables puestos a disposición de los prestatarios últimos, puesto que sólo significa en rigor un mero cambio en la propiedad de los fondos ya prestados. Ese paralelismo, empero, no es perfecto, ya que entre ambos mercados, de activos nuevos y de activos antiguos, existen íntimas interconexiones que se traducen en una fuerte relación de mutua dependencia, como luego veremos.

3. FUNCIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

En lo que precede se han ido ya perfilando las funciones principales que el sistema financiero desempeña en una moderna economía de mercado, y que, en lo esencial, pueden reducirse a dos (9): 1. Crear y man-

(8) Es corriente que algunos autores, al hablar de los activos financieros indirectos, los denominen "pasivos del sistema financiero", por representar, efectivamente, pasivos de los intermediarios financieros. Nosotros, sin embargo, para evitar confusiones, utilizaremos exclusivamente la denominación de activos financieros, porque, con independencia de su carácter de obligación, para algunos sujetos representan siempre un "activo", es decir, una posibilidad de mantener riqueza para otros.

(9) A estas dos funciones añaden algunos autores otras, como la de suministrar liquidez y la de aminorar riesgos. (Véanse, por ejemplo, LUDTKE, James B.: *The American Financial System: Markets and Institutions*, Boston, 1961, pág. 16 y ss.; y FARWELL, Loring C. (Editor): *Financial Institutions, Homewood*, 1966, pág. 4 y siguientes.) A nuestro juicio, sin embargo, son dichas funciones claramente subsidiarias de las dos enunciadas, dentro de las que se encuentran incluidas. Por otra parte,

tener un volumen adecuado de medios de pago; 2. Canalizar los recursos ociosos de los sujetos superavitarios a los deficitarios (10).

Creación y mantenimiento del sistema de pagos.

Funciones del dinero.—El medio de pago corriente en una economía moderna es el dinero. Diversas son las funciones del dinero, aparte de la estricta intermediación de los pagos. Así, se acostumbra a incluir entre ellas la de servir como unidad de cuenta o medida de valor, y también la de constituir un medio de depósito o reserva de valor, circunstancia común, por otra parte, a todos los activos, reales o financieros.

Asimismo, se suele atribuir al dinero la función de patrón de pagos diferidos, en cuanto sirve para calcular las equivalencias entre valores presentes y futuros. Esta última función, no obstante, se deriva claramente de la unidad de cuenta y participa también, en todo caso, de la de medio de pago. Al estar implícita en estas dos, podemos prescindir, pues, de ella. En lo que atañe a la función de unidad de cuenta, no tiene en realidad, demasiado que ver con el dinero en sentido físico, material, como algo existente, aunque sea sólo en las anotaciones de los libros contables. Expresa simplemente la necesidad práctica, para que un sistema de cambio pueda desarrollarse y alcanzar un cierto grado de complejidad, de que exista un denominador común al que referir el valor en cambio de todos los bienes susceptibles de intercambio dentro del sistema. La simplificación que la existencia de tal denominador común

la función de minimizar riesgos es un tanto ajena al cometido específico del sistema financiero. En efecto, las compañías de seguros se incluyen en el mismo, no porque su misión consista en aminorar los riesgos, en cambiarlos por un coste, sino porque en el desempeño de su negocio necesitan colocar las cantidades recibidas regularmente de los asegurados en concepto de primas, de forma rentable y fácilmente liquidable, lo que las convierte en considerables demandantes de activos financieros, asumiendo de hecho un papel de intermediación.

(10) Es corriente la tendencia a definir con demasiada estrechez esta segunda función, haciéndola consistir simplemente en la canalización y conversión del ahorro en inversión, descontando por su pequeña importancia y alcance económico toda otra utilización de recursos prestados que no sea la inversión; máxime cuando esta utilización, sea cual fuere, aumentará por lo regular el gasto total y con él, en mayor o menor cuantía, también la inversión. Para mantener el rigor sistemático parece conveniente, no obstante, encuadrar este proceso dentro de su marco general, que no es otro que el enunciado. Función del sistema financiero no es, por consiguiente, canalizar el ahorro hacia la inversión, aunque este sea, desde luego, uno de sus efectos principales, sino facilitar la transferencia de los recursos financieros ociosos hacia quien los solicite y esté dispuesto a pagar por el uso de ellos. El préstamo de activos reales, como caso límite, también cabría incluirlo en el sistema financiero, pues por lo regular su evaluación y cálculo se haría en unidades monetarias.

produce es extraordinaria. Suponiendo, por ejemplo, que en el sistema hubiese 1.000 bienes diferentes, las relaciones de valor bien a bien que deberían establecerse y retenerse, en ausencia de una unidad de cuenta, se elevarían a 499.500. La dificultad de manejarse y entenderse en un sistema semejante resulta evidente. La introducción de una unidad de cuenta reduciría las relaciones de valor necesarias a 1.000, es decir, a una por bien existente, estableciéndose siempre que fuera preciso la relación del valor entre dos bienes cualesquiera a través de su valor respectivo expresado en unidades de cuenta.

Es difícil, pues, exagerar la importancia que tuvo el hallazgo de este concepto instrumental, la unidad de cuenta, en el proceso histórico de transformación de una economía cerrada en una economía de cambio. Sin la unidad de cuenta difícilmente se hubiera podido pasar del estadio de una economía de cambio sumamente rudimentaria. No obstante, es perfectamente imaginable, y numerosos ejemplos históricos lo confirman, la existencia y el empleo de una unidad de cuenta dentro de un sistema de trueque puro —es decir, sin la utilización preferente de un bien entre otros del sistema, como medio de pago— y, más aún, desligada por completo de todo simbolismo o representación de un bien determinado. Como es lógico, empero, la preferencia del hombre por lo concreto tuvo, antes o después, que tender a vincular el oficio de unidad de cuenta a un bien usado efectivamente como instrumento de cambio, uniéndose las dos funciones y recayendo ya en lo sucesivo sobre la unidad monetaria —en sentido de medio de pago o instrumento de cambio— el papel de unidad de cuenta. En general, puede afirmarse que la función de unidad monetaria tiende por inercia a incorporar también la función de unidad de cuenta, aunque ésta sea esencialmente distinta y poco tenga que ver con la función específica que el dinero desarrolla como instrumento de cambio.

Las funciones relacionadas con el dinero en sentido físico, que es el que nos interesa aquí, quedan reducidas, pues, a dos: medio de pago o instrumento de cambio y reserva de valor. El estudio del dinero como medio de pago corresponde a la primera función enunciada del sistema financiero, mientras que el dinero como reserva de valor, es decir, como activo financiero propiamente dicho, cae dentro del campo de la segunda función del sistema financiero.

El establecimiento de una unidad de cuenta, aunque según vimos facilitaba enormemente el cambio, no eliminaba, sin embargo, por caer éstos dentro de otra esfera de problemas, los grandes inconvenientes del

trueque o cambio directo de mercancía por mercancía, que en ausencia de un instrumento de cambio debía seguir siendo poco considerable, dada la dificultad de conjugar los deseos de un sujeto de desprenderse de un bien determinado, en determinada cantidad, con los de otro que, deseando adquirir ese mismo bien, en el volumen preciso, estuviese dispuesto a entregar a cambio una mercancía que conviniese al primero. También aquí resulta evidente la dificultad de que pudiese llegar a prosperar el comercio hasta que se hallase el medio de descomponer la operación de cambios en dos independientes: una venta y una compra, liberando con ello a los participantes de la necesidad de encontrar su pareja para realizar la operación. Ese medio lo proporcionó el dinero, que pudo mediar escindiendo el trueque gracias a gozar de la aceptación general y a ser, por consiguiente, algo así como el paradigma de la capacidad adquisitiva, el mismo poder de compra hecho materia. La invención del dinero, de pleno contenido primero, como dinero-mercancía; de valor puramente simbólico, después, como ocurre con nuestro dinero-signo actual —a cuya unidad se incorporó la función de medida de valor, como ya hemos visto—, vino, pues, a solventar todas estas dificultades y a asegurar la posibilidad de un sistema de intercambios complejo y desarrollado. La existencia de cualquier economía moderna, basada en un régimen de extraordinaria división del trabajo, tanto en la esfera social como técnica, apoyada a su vez en una enorme multiplicación del cambio, está posibilitada y garantizada precisamente por la existencia del dinero. La supresión del mismo en una economía de mercado moderno significaría irremisiblemente el colapso del sistema, la paralización de la actividad productiva y el retorno a fórmulas de autosuficiencia familiar (11).

Composición, creación y destrucción de los activos monetarios.—Los elementos de que se compone la masa monetaria existente en una economía moderna de corte occidental son tres:

(11) Al lector que desee introducirse más profundamente en el estudio de las funciones y mecanismos fundamentales del dinero, puede recomendársele la obra de GEORGE N. HALM: *Economía del dinero y de la banca*, Barcelona, 1959. Un libro interesante aparecido recientemente de la pluma de un economista español, afincado en Argentina, es: OLARRA JIMÉNEZ, Rafael: *El dinero y las estructuras monetarias*, Buenos Aires, 1967. La lengua inglesa, sin embargo, es la que cuenta con mayor número de buenos manuales sobre la materia. Enare ellos pueden destacarse: CHANDLER, Lester V.: *The Economics of Money and Banking*, New York, 1964; KENT, Raymond P.: *Money and Banking*, New York, 1966; PRATHER, Charles L.: *Money and Banking*, Homewood, 1965; SAUSE, George G.: *Money, Banking, and Economic Activity*, Boston, 1966; etc., sin olvidar al pequeño, pero excelente manual de teoría monetaria de NEWLYN, W. T.: *Theory of Money*, Oxford, 1962.

1. Moneda metálica, de tipo fraccionario o de valor igual o superior a la unidad monetaria del sistema, pero preferida en las transacciones de pequeña cuantía, por razones de comodidad y resistencia al desgaste.

Aunque el valor intrínseco del metal contenido en esta clase de dinero acostumbra a ser superior al del material utilizado para los otros tipos, dista mucho, sin embargo, de alcanzar el valor nominal asignado, por lo que pertenece claramente a la categoría de dinero-signo.

La moneda metálica constituye, pues, una deuda, y, como toda deuda, un activo financiero. Es emitida, generalmente, por el propio Gobierno del país de que se trate, quien la entrega, por lo regular, al banco central, que compra este activo abonando como contrapartida la cuenta del Gobierno en sus libros. Luego, el banco central la distribuye entre los sujetos económicos, como contrapartida de las compras de activos, reales o financieros, que realice. La destrucción de la moneda metálica tiene lugar por la devolución de la misma a la entidad emisora, como contrapartida de la correspondiente transacción de activos, con lo que se cancela la deuda original y desaparece el activo financiero generado por la misma.

2. Los billetes de banco, emitidos, por lo general, por el banco central, que los pone en circulación mediante la correspondiente compra de activos, reales o financieros, al resto de la economía, de forma análoga a la estudiada en la distribución de la moneda metálica. A diferencia de ésta, sin embargo, los billetes de banco sólo figuran en el balance del banco central cuando son efectivamente puestos en circulación, constando como un pasivo que refleja la obligación que adquiere el banco frente a sus tomadores, mientras que en el activo se consigna el concepto y valor de la contrapartida comprada, sea ésta edificios, material, sueldos del personal, etc., o créditos, préstamos, descuentos, valores mobiliarios, etc. La puesta en circulación de los billetes de banco también puede ocasionarse, como es lógico, por la cancelación total o parcial de otros activos financieros indirectos del banco colocados entre los restantes sujetos de la economía, como cuentas de depósito, por ejemplo, lo que sólo constituye un caso particular del anterior, ya que, esta cancelación de activos financieros puede considerarse de hecho como una compra o recompra de los mismos. Los billetes de banco, en cuanto activos financieros, se destruyen por su devolución al banco central, como contrapartida por transacciones de activos.

Resumiendo, puede decirse que toda compra o recompra neta de activos —es decir, pagada precisamente con moneda metálica o billetes de banco, y no con otro tipo de activos— efectuada por el banco central

origina la creación de billetes de banco o la distribución de moneda metálica creada por el Gobierno, mientras toda venta neta de activos origina una destrucción de billetes de banco, que retornan a las cajas del banco central.

Los dos elementos de la masa monetaria estudiados hasta ahora, es decir, la moneda metálica y el billete de banco, reciben el nombre de dinero legal, por ser los medios de pago aceptados generalmente en un país con la sanción del Estado, que les otorga poder liberatorio y obliga a su aceptación como medio de pago y de liberación de deuda en cantidades ilimitadas o limitadas hasta ciertos topes, en el caso de la moneda fraccionaria. Existe, sin embargo, un tercer elemento que, aunque sin poder liberatorio oficial, es aceptado con carácter casi general, en función de la confianza que el pagador merezca al cobrador, y del que acto seguido pasamos a ocuparnos.

3. El dinero bancario. Este tipo de dinero está constituido por los saldos en cuenta corriente a la vista, también llamados en la terminología internacional depósitos a la vista, colocados por los sujetos económicos en los intermediarios financieros. Constituyen, pues, una deuda de estos intermediarios con respecto a los depositantes y, por consiguiente, figuran en su pasivo, constanding en el activo las contrapartidas adquiridas, bien sean reales o financieras. Aunque los bancos centrales emiten también dinero bancario, es decir, aceptan depósitos a la vista de distintos organismos oficiales y aun de particulares en ciertos casos, como ocurre en nuestro país, y lo mismo sucede con los bancos industriales y otros intermediarios financieros no monetarios, se considera que el sujeto emisor de dinero bancario son, propiamente, los bancos comerciales, de forma que en adelante nos referiremos a ellos en este sentido, aunque lo que digamos al efecto sea también aplicable a la parte monetaria del negocio de otros intermediarios financieros en su caso.

El dinero bancario es emitido, pues, por los bancos comerciales, y su proceso de generación es análogo al de los otros dos elementos ya estudiados de la masa monetaria: es decir, tiene lugar en pago de otros activos comprados por los bancos comerciales. En nuestro caso, sin embargo, se pueden distinguir, según sea el proceso de creación, dos tipos de depósitos a la vista: los depósitos primarios y los depósitos derivados. Los depósitos primarios son generados por iniciativa de los depositantes, que abren o incrementan su cuenta corriente en el banco comercial mediante el ingreso de dinero legal o de cheques y talones contra otras cuentas y, tal vez, otros bancos. Los depósitos derivados, por el contrario,

tienen su origen en la iniciativa del banco, que compra un activo real o financiero —concediendo un crédito, por ejemplo— y abona su importe en la cuenta corriente del vendedor. En cualquier caso, los depósitos a la vista constituyen un pasivo de los bancos que los emiten, compensado en la otra parte del balance por los activos adquiridos a cambio por el banco. La destrucción del dinero bancario tiene lugar por la retirada de los fondos depositados, que implica en todo caso una venta de activos por parte del banco.

Cualquier compra neta de activos (neta, ahora, en el sentido de ser pagada con activos monetarios, y no ser producto de compensaciones con activos de otro tipo) efectuada por un banco comercial debe estar, pues, financiada bien mediante la creación de dinero bancario, o bien mediante el pago de dinero legal propiedad del banco. En el primer caso se genera dinero nuevo; en el segundo tiene lugar simplemente una variación en la composición de los activos en poder del banco.

Demanda de dinero.—Los activos monetarios descritos, que constituyen la masa de dinero existente en un país, presentan, dentro de los activos financieros, dos características peculiares: 1. Su liquidez absoluta; y 2. Su falta de rentabilidad. La primera característica les viene dada precisamente por su uso general como medio de pago, en virtud del cual materializan el poder de compra y pueden “liquidarse”, es decir, ser utilizados inmediatamente, de forma directa y sin merma de valor, en la adquisición de cualquiera de los bienes que el mercado ofrece, transformándose a voluntad en dichos bienes. La falta de rentabilidad, es decir, la ausencia de todo rendimiento o retribución como consecuencia de su posesión es otro rasgo que los diferencia de los activos financieros no monetarios. Cierto que en algunos países, como por ejemplo el nuestro, los depósitos a la vista devengan un pequeño interés y rompen con ello esa falta de rentabilidad a que se alude, pero el tipo de interés es tan exiguo que en la práctica se puede considerar como inexistente (12).

El uso del dinero como medio de pago implica por fuerza la existencia de cierta masa en poder de la economía, desplazándose con mayor o menor rapidez de un lado a otro en el trasiego de los pagos y cobros, de tal manera que el mayor o menor volumen de esa masa, en conjunción con su mayor o menor dinamismo o velocidad de circulación, ejer-

(12) El fenómeno de los “extratipos” pagados en ocasiones por algunos bancos españoles desborda el contexto conceptual que se pretende presentar en estas páginas.

cerá, sin duda, una influencia estimulante o desalentadora en el total de transacciones llevadas a cabo en el país.

Pero, aparte de esa masa altamente dinámica que sirve como vehículo a las transacciones, existe otra más reposada, más estable, remansada en las cajas de los sujetos económicos —o en los saldos de sus cuentas corrientes, claro—, utilizada apenas en la realización de pagos y cobros. Este hecho, curioso hasta cierto punto, teniendo en cuenta la falta de rentabilidad de los activos monetarios, invita a indagar las razones que inducen a los sujetos económicos a conservar dinero en proporciones superiores a sus necesidades de pago. Los motivos que los economistas consideran determinantes para el mantenimiento de dinero por parte de los sujetos económicos pueden clasificarse de la siguiente manera (13):

1. Motivo de transacciones, que induce a mantener el suficiente efectivo para atender a los pagos previstos hasta el momento en que se esperan nuevos ingresos.
2. Motivo de precaución, que aconseja mantener permanentemente efectivo suficiente para hacer frente a gastos imprevistos o a un eventual fallo en el suministro de fondos.
3. Motivo de inversión, debido al cual se mantiene efectivo remansado mientras se busca o surge una oportunidad ventajosa para colocarlo.
4. Motivo de especulación, por el que se mantiene dinero como forma de protegerse contra una esperada baja de precios.

Todos los motivos enumerados, excepto el primero, se basan en el concepto de incertidumbre. La cantidad de dinero que deseen mantener los sujetos económicos depende, pues, por ese lado, de la probabilidad de ciertos cambios que no pueden preverse con certeza. La liquidez, con su estela de seguridad, es en este caso la condición determinante para que los sujetos se decidan a retener cierta cantidad de un activo financiero que no les reporta ninguna rentabilidad y que, por consiguiente, lleva incorporado un coste: la renta que podría haberse obtenido colocando los recursos en otro tipo de activos. Con ello está dicho también que, en realidad, el estudio de este aspecto de la cuestión pertenece a la segunda función del sistema financiero, ya que el dinero representa en nuestro caso, para aquellos que lo mantienen por cualquiera de las tres

(13) Ver HART, Albert G., y KENNEN, Peter B.: *Money, Debt and Economic Activity*, Englewood Cliffs, 1961, pág. 230 y ss.

últimas razones, una forma de conservar riqueza con características peculiares, que no tiene nada que ver con su propiedad de ser utilizado como medio de pago estrictamente dicho. El motivo de transacción, en cambio, representa la razón típica de conservación de dinero en cuanto medio de pago y cae de lleno, por tanto, dentro de la primera función del sistema financiero.

De cualquier modo, la cantidad de dinero que la economía desea conservar en un momento dado viene condicionada por una síntesis de los cuatro motivos enunciados, y esa demanda de dinero está compuesta en su totalidad por medios de pago, utilizados o no como tales, independientemente de la razón que la haya determinado.

Control de la oferta monetaria. Análisis monetario.—Es importante la cuestión del volumen de medios de pago en circulación, pues, por lo regular, se está de acuerdo en aceptar la influencia que tal volumen ejerce en la actividad económica de un país. En general, se cree que un aumento de la masa monetaria se corresponde de alguna manera y hasta un cierto punto con un incremento de la demanda global de bienes y servicios y viceversa. Ello, claro está, en tanto las variaciones del volumen monetario no repercutan única y exclusivamente en una reacción en su dinamismo de sentido inverso, y a la recíproca, como algunos autores opinan. Según esto, una disminución, por ejemplo, de la masa monetaria de un país no tendría más efecto que el correspondiente y automático aumento en la velocidad de circulación. Sin descartar la posibilidad de reacciones de este tipo, es general, sin embargo, la creencia de que el volumen de la masa monetaria guarda, por lo menos por lo que al motivo de transacciones se refiere, cierta proporcionalidad con el volumen de transacciones, por un lado, y con el nivel de renta nacional, por el otro. Por lo que respecta a los tres motivos restantes, y aunque resulta ya más difícil establecer una regularidad, debido a su condición aleatoria y cambiante, es también común la opinión de que sus efectos sobre la cantidad demandada de dinero revisten cierta estabilidad en relación a la renta nacional. De tal forma, sí parece posible formular la afirmación expresada anteriormente de que las variaciones de la masa monetaria están correlacionadas con variaciones en la demanda global de bienes y servicios, en términos monetarios.

A la vista de esta circunstancia, no resultará extraño que el Estado procure intervenir y ordenar la creación de dinero por parte del sistema financiero, adecuando la masa monetaria en circulación a las metas y

necesidades generales de la economía, por medio de la llamada política monetaria. El objeto primordial de la política monetaria es, pues, el de controlar la oferta monetaria, o cantidad de dinero puesta a disposición de la economía por el sistema monetario para atender la demanda de dinero formulada por los sujetos económicos en razón de los motivos expuestos.

La oferta monetaria, que constituye la magnitud principal en la problemática político-monetaria, no se obtiene, sin embargo, de la simple suma de los tres elementos estudiados anteriormente, porque se considera que solamente al dinero poseído efectivamente por el público —entendiendo por público a todos los sujetos económicos, excepto las instituciones monetarias— cabe atribuirle la propiedad, citada más arriba, de influir sobre el volumen de la demanda global. A la suma total de dinero emitido habrá que descontar, pues, el efectivo en poder del sistema (14), quedando determinada la oferta monetaria por la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \text{Oferta monetaria} &= \text{moneda metálica} + \text{billetes de banco} + \\ &+ \text{depósitos a la vista} - \text{efectivo en poder} \\ &\text{de la banca} \end{aligned}$$

En lo que atañe al volumen de esta oferta monetaria, el control de la moneda metálica no presenta al Gobierno ninguna complicación, puesto que es él mismo, a través del Tesoro, quien la emite. El hecho de su pequeña cuantía y de que en sus efectos se confunda con el resto del dinero legal, quita también importancia a este elemento en el aspecto aquí estudiado. El control de la cantidad de billetes de banco no presenta tampoco mayores dificultades, ya que es el propio banco central —que forma parte, de ordinario, de la autoridad monetaria o que, por lo menos, tiene encomendada la ejecución de sus directrices— quien lo emite, como contrapartida de los activos adquiridos al resto de la economía. Por lo que se refiere al dinero bancario, su control ya es más difícil, aunque también resulta posible en mayor o menor grado, pues, como se ha comprobado empíricamente, acostumbran los sujetos económicos a mantener cierta estabilidad en la proporción de los activos monetarios conservados. Influ-

(14) Se acostumbra a excluir a estos efectos al Gobierno del sistema monetario, puesto que su función se limita a emitir la moneda metálica que entrega al banco central para que se ocupe de su distribución. Por otra parte, descartando ese pequeño papel monetario, el Estado se comporta de forma parecida a la de los demás sujetos económicos en lo que respecta a la demanda de fondos ajenos para financiar sus necesidades de gasto, como en seguida se verá.

yendo sobre la cantidad ofrecida de dinero legal, se conseguirá, por tanto, la variación deseada en la cantidad demandada de dinero bancario. Además, como hemos visto, crean los bancos habitualmente una mayor cantidad de dinero bancario que la cubierta por el dinero legal existente en sus cajas —depósitos derivados—, seguros de que en la práctica no se presentará al cobro sino una pequeña fracción del dinero bancario emitido, puesto que los depositantes lo retienen y utilizan como medio de pago. No obstante, sí tienen que mantener unas reservas líquidas mínimas, que procurarán sean lo más pequeñas posible, dada su falta de rentabilidad, denominadas encaje bancario y constituidas por dinero legal y depósitos a la vista en el banco central, convertibles inmediatamente en dinero legal, cuya proporción puede estar fijada legalmente o ser mero fruto de la experiencia bancaria. En cualquier caso, es claro que también por este lado de la oferta puede el banco central influir sobre la cantidad de dinero bancario existente, al restringir o ampliar sus compras de activos ajenos y determinar así los movimientos convenientes en la emisión de sus activos monetarios: billetes de banco y depósitos a la vista de los bancos comerciales (15), que constituyen todos juntos la llamada base monetaria. Los movimientos de esta base monetaria influirán, a su vez, en el volumen de dinero bancario emitido por los bancos, dada la proporción más o menos fija de éste con respecto a aquélla (16).

Los movimientos de la oferta monetaria y la génesis de sus variaciones son estudiados por medio de una técnica denominada análisis monetario, que consolida y estructura las relaciones monetarias del sistema con el resto de la economía en tres sectores principales: sector exterior, sector público y sector privado, incluyendo en este último a las familias, empresas e intermediarios financieros no monetarios (17). De la comparación

(15) Como se ha indicado más arriba, los depósitos a la vista de los bancos comerciales en el banco central no constituyen dinero legal ni forman parte de la oferta monetaria, por desaparecer en las compensaciones intrasistema al efectuar la consolidación, pero son convertibles inmediatamente en dinero legal sin más trámite que la libre disposición de los bancos depositantes, fuera ya del control del depositario, y sirven como parte de las reservas líquidas mantenidas por los bancos como cobertura. Por eso es preciso tenerlos en cuenta en el procedimiento de control del dinero bancario, como parte integrante de la base monetaria, variable independiente en el proceso de creación o destrucción de aquél.

(16) Una visión coherente y rápida, pero más extensa que la ofrecida aquí, de estos problemas podrá obtenerse consultando el primer fascículo de los apuntes del profesor Luis A. Rojo: *Teoría económica*, III, Madrid, 1967.

(17) Una somera y excelente introducción a las técnicas de análisis monetario es proporcionada por el libro de KNIGHT, Harold M.: *Introducción al análisis monetario*, México, 1955. De esta obra existe una segunda edición, revisada, publicada en 1964. Los problemas de esta técnica aplicada al caso español se encuentran expuestos en el trabajo realizado por Antonio Sánchez-Pedreño, bajo la dirección de

intertemporal del balance consolidado, que aísla en uno de sus lados, el pasivo, a la oferta monetaria, a base de pasar las demás partidas pasivas al activo con signo cambiado, según el esquema que se presenta a continuación, resulta el conocimiento de los factores de variación de la oferta monetaria durante el lapso estudiado, lo que permitirá la formulación de las medidas oportunas de la política monetaria.

FACTORES DE VARIACIÓN DE LA OFERTA MONETARIA

ACTIVO

1. Sector exterior
 - Oro y reservas internacionales (+)
2. Sector público
 - Activos financieros del sector público en poder del banco central (+)
 - Activos financieros del sector público en poder de los bancos comerciales (+)
 - Depósitos y otros activos financieros indirectos del sistema bancario en poder del sector público (—)
3. Sector privado
 - Activos financieros del sector privado en poder del banco central (efectos redescontados) (+)
 - Activos financieros del sector privado en poder de los bancos comerciales (+)
 - Depósitos de ahorro y a plazo, y otros activos financieros indirectos de los bancos comerciales en poder del sector privado (—)
4. Sector diversos
 - Activos diversos en poder del sistema bancario (+)
 - Capital y reservas de los intermediarios monetarios (—)

ACTIVO = PASIVO

PASIVO

- Oferta monetaria
 - Dinero legal en manos del público (+)
 - Depósitos a la vista (+)

Juan Sardá, publicado por el Banco de España: *El análisis monetario en España*, Madrid, 1960. Existe una segunda edición, publicada en 1961, con datos estadísticos referidos al 31-XII-1959, mientras que la primera analizaba datos al 31-XII-1958.

Recogida y canalización de los fondos ociosos

Hasta aquí, una elemental exposición del funcionamiento del sistema financiero en el marco de su tarea como suministrador de una cantidad adecuada de medios de pago, para pasar acto seguido a adentrarnos, con análoga brevedad, en el campo de su segunda función, la captación y canalización de los recursos ociosos de la economía hacia los sujetos deseosos de darles empleo.

El dinero como nexo entre las dos funciones principales del sistema financiero.—Hay que advertir en seguida que, como se habrá podido comprobar ya, las dos funciones enunciadas no constituyen compartimientos estancos, con campos de actuación completamente independientes, instrumentos específicos, etc., sino que, por el contrario, están íntimamente ligadas e incluso superpuestas en muchos aspectos a través del doble carácter del dinero, que participa de ambas y que las une. Entre las distintas conexiones que pueden destacarse, nos interesan ahora especialmente tres:

1. El dinero, en sí, aun utilizado como medio de pago, es un activo financiero y, por tanto, una deuda, y, como toda deuda, una canalización de recursos de un sujeto a otro. El simple hecho de recibir un ingreso en dinero nos convierte, de hecho, dentro de un régimen de dinero-signo, como el vigente actualmente en todas las economías modernas, en prestamistas. Y sólo perderemos ese carácter si con dicho ingreso adquirimos bienes reales, pero no si lo destinamos a la compra de activos financieros, como es lógico. Pero lo interesante aquí es la circunstancia de que no nos convertimos en prestamistas al transformar nuestro dinero en otros activos financieros, sino que lo somos ya desde el momento mismo de recibir nuestra renta. Al comprar activos financieros, por consiguiente, lo único que hacemos es traspasar eventualmente nuestro crédito de un prestatario a otro.

2. Pero el dinero no se emplea ni se demanda exclusivamente en función de su característica como medio de pago, según hemos visto. Sabemos también la importancia creciente que la teoría moderna está concediendo a su utilización como forma de reserva de valor, como activo, por tanto, de características muy especiales y deseadas como consecuencia de la condición incierta de la vida. Otro nexo más entre la primera y segunda función, puesto que al crear dinero se está atendiendo a ambas a la vez, en proporción difícilmente discriminable.

3. Se decía más arriba que el empleo más usual e importante de los

recursos tomados a préstamo era la inversión o incremento de los bienes de capital, hasta el punto que tal empleo era tratado casi en régimen de exclusividad en la discusión del problema. Pues, bien, desde este ángulo también es posible hallar un nexo entre las dos funciones que nos ocupan, al considerar que el mantenimiento por parte de la economía de una masa monetaria que instrumente el cambio y posibilite el desarrollo del sistema económico hasta los niveles alcanzados modernamente, reviste hasta cierto punto el carácter de inversión, es decir, de empleo de recursos que podrían haber sido destinados a otras actividades productivas. Esto es cierto, evidentemente, en el caso de un sistema monetario basado en dinero-mercancía; pero también en el caso, corriente modernamente, del dinero-signo podrían encontrarse tal vez argumentos en favor de esta analogía:

Opciones en la colocación de la renta.—Los sujetos económicos (familias, Gobierno, empresas), cualquiera que reciba un ingreso, una suma de dinero, por uno u otro concepto: retribución a los factores productivos, ventas, beneficio del empresario, impuestos recaudados o incluso préstamo, tiene ante sí varios caminos a la hora de emplear el dinero recibido. Estos caminos serán, claro está, diferentes, según sea la naturaleza del receptor del ingreso y del concepto por el que se obtenga éste. Parece evidente, por ejemplo, que el dinero prestado se tienda a emplear de forma que asegure una rentabilidad suficiente para cubrir el coste y la amortización del mismo; asimismo, parece claro que las empresas procuren emplear los fondos que les queden disponibles en forma relacionada con la mejor marcha de sus negocios. Todo ello es lógico y normal, aunque advirtiéndose que no tiene por qué ocurrir necesariamente así. En el ánimo de todos está el creciente uso que los consumidores hacen de fondos tomados a préstamo para permitirse el disfrute de comodidades antes de haber allegado los recursos necesarios para adquirirlas. De igual manera, puede haber empresas que en vez de interesar los fondos disponibles en su propio negocio, prefieran prestarlos a terceros, bajo una u otra modalidad. Por otra parte, hay que advertir que la tendencia señalada más arriba, de identificar, a efectos de simplificación, el trasiego de fondos prestables con el mecanismo de ahorro e inversión, ha contribuido a centrar la atención sobre las economías domésticas y las empresas, respectivamente, como paradigmas del prestamista y prestatario últimos, desdibujando con ello un poco la auténtica problemática, es decir, la existencia a nuestros efectos de sujetos superavitarios y sujetos deficitarios.

De cualquier forma, las opciones que tiene un preceptor de ingresos en cuanto a su empleo, pueden reducirse a las siguientes:

1. Conservarlos en forma líquida.
2. Destinarlos a la adquisición de activos financieros no monetarios (la transformación de una forma de dinero en otra, depósitos a la vista en dinero legal o viceversa, se consideraría incluida en el apartado anterior).
3. Transformarlos en bienes o servicios reales.

Sólo los sujetos que destinasen parte de sus ingresos a las dos primeras opciones caerían dentro de la categoría de superavitarios, supuesto que no hubiesen obtenido fondos prestados en cuantía superior a la empleada en aquéllas. Los que dedicasen fondos a la tercera alternativa por un importe superior al de sus ingresos corrientes pertenecerían al grupo de los deficitarios o demandantes de fondos prestables. Los que empleasen sus ingresos corrientes íntegra y precisamente en la compra de bienes y servicios reales serían indiferentes a nuestra problemática financiera.

Criterios fundamentales en la selección de activos.—Dentro de esta variedad de posibilidades que se le presentan al preceptor de ingresos, una cosa, sin embargo, resulta indudable: cualquiera que sea el empleo o combinación de empleos que los sujetos elijan, lo escogerán en función de las ventajas que pueda proporcionarles. En este orden de cosas, los objetivos que los sujetos superavitarios tendrán, sobre todo, en cuenta al tratar de colocar sus recursos sobrantes, serán tres:

1. Asegurar el mantenimiento de una riqueza surgida de la aceptación de un nivel de consumo inferior al posible. Primer mandamiento, pues, con respecto al activo financiero a adquirir será el de la seguridad: Seguridad de que el activo comprado va a conservar la riqueza fielmente, de que no va a perder valor.
2. Retener en sus manos el mayor grado de liquidez posible, asegurándose de la conversión rápida y sin pérdidas de sus activos en poder de compra, dinero líquido, para hacer frente a cualquier eventualidad que pudiese surgir.
3. Obtener la máxima rentabilidad posible mediante la compra de activos que ofrezcan a sus poseedores, bien un tipo fijo de beneficio anual sobre su valor nominal, bien la posibilidad de obtener ganancias de una forma u otra.

Estos tres objetivos son a menudo contradictorios, sobre todo alcanzado cierto nivel, de manera que, de acuerdo con sus preferencias, llegarán los sujetos a una componenda en la que predomine una u otra condición, y con arreglo a ello se comprará el activo conveniente. Ya hemos visto cómo el sujeto interesado en retener cierto volumen de liquidez absoluta tenía que estar dispuesto a renunciar a toda rentabilidad y, a veces, incluso a una porción de la riqueza mantenida de esta forma, como sucede en los casos en que existe una tendencia inflacionista en la economía. De igual modo, el que prefiera una alta rentabilidad deberá frecuentemente sacrificar un elevado grado de seguridad y liquidez. Por lo general, cada una de las condiciones se presenta, por su lado, extraordinariamente matizada en los diversos activos, siguiendo una escala suavísima que va desde un grado muy elevado, o absoluto, como sucede con la liquidez en el dinero, hasta un punto mínimo, en ocasiones muy cercano al cero; de manera que no le resulta difícil al sujeto elegir la combinación más cercana a sus preferencias (18).

Seguridad.—La seguridad depende principalmente de la solvencia del emisor de los activos, de la naturaleza y marcha de sus actividades, así como del empleo que haga de los fondos obtenidos a préstamo. A este respecto, se consideró durante muchos años como peligroso el crédito al consumo, por estimar que no se autoliquidaba, dependiendo su reembolso de ingresos futuros al margen de la utilización de los recursos prestados. En lo que atañe al crédito a la producción, se prefería el comercial, o a corto plazo, destinado a la financiación de capital circulante, al empleado en la financiación de capital fijo, por creer asimismo que éste no era autoliquidable como el primero, aparte de requerir un lapso mucho mayor para su amortización. En la actualidad, se ha evidenciado, sin embargo, que estas consideraciones son, hasta cierto punto, prevenciones sin demasiado fundamento.

Liquidez.—La liquidez o capacidad de convertir un activo rápidamente y sin pérdida de valor en poder de compra directo, depende de varios factores. En primer lugar, del plazo de vencimiento del crédito incorporado al activo; pero también de la existencia de un amplio y dinámico mercado secundario de los activos de que se trate, pues entonces no le hará falta al prestamista esperar al vencimiento del crédito para recuperar el dinero

(18) M. L. Burstein hace hincapié en esta infinita variedad de combinaciones entre rentabilidad y seguridad obtenibles gracias a la emisión de los activos financieros adecuados, y que constituye una de sus principales características y aportaciones, en su obra *Money*, Cambridge, 1963, pág. 116.

prestado, sino que podrá hacerlo en cualquier momento transfiriendo su crédito a un comprador interesado. Este mercado secundario de activos financieros, del que algo se adelantó ya más arriba, no influye, pues, de forma directa en la creación de nuevos activos, o sea en la captación y canalización de recursos ociosos hacia quienes los deseen utilizar, pero sí contribuye enormemente a la difusión de los mismos al dotarles de cierto grado adicional de liquidez, que como hemos visto es un atractivo más, muy importante, dentro de las ventajas que se toman en consideración al decidir la compra de un activo, contra lo que se creía generalmente en el pasado. En efecto, antiguamente se consideraba que la necesidad de liquidez se cubriría más o menos exclusivamente con activos monetarios, y que los activos financieros privados de ese carácter eran demandados en función de otras necesidades distintas. Por eso, se insiste tanto en la actualidad, a modo de reacción, en el hecho de que la liquidez no es condición exclusiva del dinero, sino una cualidad común en mayor o menor grado a todos los activos, que la poseen escalonada en una especie de jerarquía, en la que la cúspide es ocupada por el dinero, activo líquido por excelencia, mientras la base está constituida por los activos menos líquidos. Esta visión ha sido reforzada por los trabajos de Goldsmith, Gurley y Shaw, que han hecho observar que los activos financieros indirectos no monetarios son competitivos de los monetarios, siendo también, por tanto, la liquidez, en mayor o menor medida, uno de los determinantes de la demanda de aquéllos (19). Este hecho ha venido a desconcertar algo a los teóricos y a hacer resaltar el carácter convencional de su definición del dinero, activo líquido, porque se ha visto que frente a éste existían en la práctica otros activos de apenas menor liquidez, como depósitos de ahorro, a plazo, etc., que ejercían, por consiguiente, una influencia cierta en la cuantificación de la demanda global, resultando de esta manera impropio no considerarlos a la hora de diagnosticar sobre la situación monetaria, cuyo indicador clave estaba constituido, como hemos visto, por la oferta monetaria. Por el momento se ha llegado a una solución ecléctica en la que, prevaleciendo la preocupación formal por la definición del dinero como medio de pago directo, se integra, sin embargo, a aquellos activos con el nombre de cuasi-dinero, junto a los activos monetarios propiamente dichos, en una magnitud denominada disponibilidades líquidas, que se tiene en cuenta al formular la política monetaria.

(19) Entre otros trabajos, es interesante respecto a la forma en que los activos no monetarios sustituyen a los monetarios, el artículo de R. N. MCKEAN: *Liquidity and National Balance Sheet*, en "Journal of Political Economy", vol. 57, pág. 405 y siguientes.

Rentabilidad.—La rentabilidad depende también de diferentes factores. En primer lugar, por lo que respecta a los activos llamados de renta fija, depende, como es lógico, del tipo de interés concertado al efectuarse el préstamo. En los activos de renta variable, depende de la marcha de los negocios del prestatario y circunstancias similares, que tampoco dejan de tener influjo a la hora de concertar el interés en los activos de renta fija. Pero, además, para los activos que tengan mercado secundario, depende también muy especialmente de las cotizaciones que obtengan en el mismo, pues supuesto un tipo de rentabilidad dado sobre el valor nominal de los activos, la rentabilidad real para los compradores de éstos en determinado momento estará en razón de la cotización a que los hayan adquirido en el mercado secundario. Ni que decir tiene que esta rentabilidad real determinada en el mercado secundario trasciende de su ámbito, pues condiciona la rentabilidad nominal a que pueden colocarse los nuevos activos, mostrando este caso otra de las múltiples influencias recíprocas que unen al mercado de activos viejos con los de nueva creación. Esta cambiante relación inversa entre precio y rentabilidad de los activos puesta de manifiesto en lo precedente es, precisamente, una de las razones que animan el mercado secundario, motivando cambios de estructura en la composición de la cartera de activos de los sujetos superavitarios, pues ya sabemos que éstos procuran cubrir sus necesidades de liquidez, seguridad y rentabilidad mediante una cuidadosa diversificación y combinación de los activos poseídos. De ahí que la variación en una de las condiciones ofrecidas por un activo, provoque a menudo un amplio reajuste en la proporción y naturaleza de todos los activos mantenidos, en busca de una nueva armonización de la cartera. De ello se deduce la gran importancia que para la ejecución de la política monetaria puede tener la influenciación del tipo de interés.

Antes de seguir adelante, conviene hacer un inciso para advertir que las consideraciones anteriores cabría aplicarlas también, en gran parte, a la compra de activos reales. En efecto, variando ligeramente el enfoque adoptado hasta ahora en esta cuestión, cabría dividir los ingresos percibidos por los sujetos económicos en dos partes: una destinada a sufragar los gastos corrientes, y otra constituida por un sobrante, que procuraría colocarse de la forma más ventajosa posible, eligiendo activos reales o financieros, o posiblemente una combinación de ambos del modo que más conviniese a los sujetos, garantizándoles los objetivos de seguridad, liquidez y rentabilidad perseguidos. Según cuales sean las metas preponderantes y las circunstancias, los sujetos elegirán, pues, una u otra clase de activos, con lo cual se evidencia el carácter alternativo que los activos reales

y los activos financieros guardan entre sí. Es arriesgado hacer generalizaciones a este respecto, pero quizá pueda decirse a grosso modo que, en circunstancias normales, los activos financieros superan a los reales en liquidez y, sobre todo, en comodidad y facilidad de gestión (20).

Los intermediarios financieros como creadores de liquidez y seguridad.—Reanudando ahora el hilo de nuestro discurso, veremos que la existencia y razón de ser de los intermediarios financieros está justificada precisamente por su facultad de crear liquidez y seguridad a costa de la rentabilidad (21). En efecto, los intermediarios financieros acostumbran a ser instituciones sujetas a control estatal, amén de otras características propias para asegurar la confianza del público en su solvencia. Dedicados plenamente a la tarea de captar recursos con que dotar de materia prima a su negocio, no es de extrañar que se preocupen de crear activos financieros que respondan a las variadas apetencias y necesidades de los sujetos superavitarios, al objeto de asegurarse la máxima afluencia de fondos. Entre los rasgos más destacados de sus activos cabe señalar, así, en promedio, una extraordinaria liquidez primaria (22), es decir, proveniente de un plazo de vencimiento e independiente de todo mercado secundario que, sin embargo, no les restringe demasiado su libertad de colocación de los fondos obtenidos, debido, por un lado, a su utilización y retención como medios de pago y de expresión de valor, como sucede en el caso de los activos monetarios y, por el otro, como ocurre con cierta proporción de esos mismos activos, además de los representados por depósitos de ahorro y a plazo, porque pese a no querer vincularse sus poseedores a plazos largos en previsión de contingencias que pudieran surgir, su destino es, en realidad, el de incorporar riqueza de forma más o menos permanente. Claro que el precio de tales facilidades se traduce en una merma de la rentabilidad que los prestamistas podrían obtener de sus recursos poniéndolos a disposición de los prestatarios últimos, ya que precisamente de esta

(20) El distinguido monetarista W. T. NEWLYN ofrece en su conocido libro, ya citado, *Theory of Money* (London, 1962, pág. 51 y ss.), una clasificación de las características de los activos financieros que trasciende de los objetivos de nuestra exposición, pero que puede ser consultada con provecho por los interesados en la materia.

(21) Y de su propia liquidez, desde luego, aunque en este aspecto no resultan demasiado perjudicados en virtud de la ley de los grandes números, que también les permite operar en condiciones de mejor seguridad de lo que les sería posible a los prestamistas últimos. Sobre este respecto, y entre otros muchos trabajos, se puede consultar la obra de A. C. L. DAY y STERIE T. BEZA: *Money and Income*. New York, 1960, pág. 124 y ss.

(22) Esto no obsta, sin embargo, para que algunos intermediarios financieros, tales como las compañías de seguros, cajas de pensiones, etc., estén especializados en la emisión de activos a largo plazo.

diferencia obtienen los intermediarios su remuneración. En cualquier caso, no obstante, parece que las ventajas pesan más que los inconvenientes para una proporción cada vez mayor de oferentes de fondos prestables, pues se nota la tendencia a acentuar su preferencia por los activos indirectos, con el consiguiente incremento relativo de la parte intermedia del mercado, frente a la directa.

Por otra parte, su especialización permite a los intermediarios financieros aprovechar las ventajas de las economías de escala a la hora de establecer y llevar a la práctica su política de concesión de préstamos y créditos, es decir, de adquisición de activos financieros directos a los prestatarios últimos, de la misma manera que las aprovechan también en la vertiente de la obtención de recursos.

Como resultado de todas estas circunstancias combinadas, parece posible afirmar que los intermediarios financieros, y con ellos todo el sistema financiero en general, no se limitan a una labor neutra de intermediación, sino que, debido a las facilidades y ventajas que ofrecen, captan gran cantidad de recursos ociosos que de otra forma no serían transferidos ni utilizados; y más aún, que las oportunidades de empleo de fondos que proporcionan deben por fuerza estimular en cierto grado la formación de superávit que alcanzan, de esta manera, una cuantía que de otro modo no se llegaría a conseguir, con la consiguiente satisfacción, por ambos conceptos, de muchas necesidades financieras de sujetos deficitarios, que en ausencia de un complejo de intermediarios financieros no podrían cubrirse.

Principales tipos de activos indirectos no monetarios. Creación y destrucción de los mismos.—Dejando aparte los activos monetarios, ya examinados, los principales activos indirectos que los intermediarios financieros emiten son: los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo, los bonos de caja y obligaciones, las pólizas de seguros, los contratos de capitalización y de pensiones, los certificados de participación en fondos de inversión, etc. Parece, en cambio, que las acciones, salvo tal vez en el caso de las sociedades de inversión, deberían clasificarse más bien en el grupo de los activos financieros directos. Si el Estado emite títulos —como ocurre en España con las Cédulas para inversiones— específicamente destinados a recaudar fondos con que atender a las necesidades financieras de sujetos económicos privados a través de instituciones oficiales de crédito, habría que incluirlos a no dudar dentro de la categoría de activos financieros indirectos, aunque al Estado cabría dispensarle por este concepto, de la condición de intermediario financiero, que recaería natural-

mente en las instituciones crediticias oficiales a las que proveyese de fondos de tal manera.

El proceso de creación y destrucción de los activos financieros indirectos enunciados, que ofrecen dentro de cada tipo numerosas modalidades de plazo, interés y condiciones, hasta el punto de poderse decir que en teoría sería posible la creación de un activo distinto para cada tipo de necesidad, es análogo al estudiado para los activos monetarios. Los activos financieros indirectos de índole no monetaria constituyen deudas de las entidades emisoras, los intermediarios, y figuran, por consiguiente, en su pasivo, mientras que las contrapartidas adquiridas a cambio de la contracción de la deuda, dinero, por lo regular, aparecerá en el activo. La destrucción de los activos creados vendrá determinada por las cancelación de las deudas contraídas, mediante la recompra de tales activos. A la disminución del pasivo del intermediario emisor corresponderá, así, una análoga disminución en el lado activo de su balance como consecuencia de la entrega del dinero utilizado en la recompra. Con respecto a esta cancelación debe advertirse que en algunos de los activos señalados no guarda correlación con el plazo, pues es corriente la renovación del depósito; en otros, como sucede con los depósitos de ahorro, se trata, en general, no de un plazo de vigencia, sino de preaviso, que además en la práctica no acostumbra a ser exigido por los intermediarios, seguros de que pueden permitirse estas pequeñas facilidades con sus clientes, sin correr el riesgo de mermas importantes. En todo caso, y dentro, claro, de circunstancias normales, es corriente el arbitrio de fórmulas que permitan a los prestamistas últimos la disposición urgente de sus fondos a costa de la pérdida de toda o parte de la rentabilidad convenida. Como diferencia típica entre el proceso de creación y destrucción de los activos monetarios y el de los activos financieros no monetarios, se aprecia el hecho de que mientras en la creación y destrucción de aquéllos la contrapartida podía estar formada por cualquier clase de activos, reales y financieros, en la de éstos la contrapartida corriente está constituida por dinero, y ello es lógico teniendo en cuenta que, aparte de su naturaleza, por su forma de transmisión los activos financieros no monetarios se alinean al lado de los activos reales, como bienes que pueden ser comprados y vendidos a través del medio común de pagos: el dinero.

De entre los activos financieros indirectos mencionados a título ilustrativo, los depósitos de ahorro y a plazo acostumbran a ser emitidos, vendidos, por los bancos industriales y de negocios, y también por las cajas de ahorro, aunque asimismo son emitidos regularmente por los bancos

comerciales, de la misma manera que los intermediarios citados en primer lugar aceptan, por lo general, al menos en algunos países, cuentas corrientes a la vista. La diferencia fundamental entre estos tres tipos de activos: depósito a la vista, de ahorro y a plazo, estriba en el plazo de disposición, que en los primeros es inmediata, en los segundos con preaviso de quince o treinta días, por lo regular, que a veces no se exige, empero, en la práctica, como se ha apuntado antes, y en los terceros varía de unos meses a un par de años, según la modalidad del depósito o imposición. De acuerdo con el plazo varía también el tipo de rentabilidad, que acostumbra a ser nula o muy reducida en los depósitos a la vista, para aumentar a medida que disminuyen las posibilidades de una disposición rápida, como es lógico, pues hay que tener en cuenta que cuanto mayor sea el plazo a que los intermediarios obtengan los fondos, tanto mayores serán las posibilidades de colocarlos en negocios lucrativos y tanto menores serán las reservas a mantener para hacer frente al pago de los activos que vayan venciendo y se presenten para su recompra o destrucción. Son diferentes asimismo las condiciones operativas de los distintos tipos para limitar el uso financiero que se haga de los mismos. Así, mientras las cuentas corrientes admiten cualquier forma de movilización: disposición mediante talón, transferencia, orden de pago, cheque bancario, etc.; ingreso a través de entrega en efectivo, en cheques o talones, por transferencia, etc., lo cual les confiere gran agilidad, como conviene a su condición de medios de pago, las cuentas de ahorro limitan muy corrientemente su movimiento a entregas y reintegros en efectivo, a efectuar por el depositante en persona. Las imposiciones a plazo tiene un movimiento, por lo regular, mucho más restringido todavía. Existen, desde luego, grandes diferencias al respecto entre unos y otros países, pero, en general, puede decirse que al lado de las características de plazo e interés, existen otras relativas a la mayor o menor gama de posibilidades operativas. Por lo que se refiere a la cuestión del mercado secundario, diremos que para los tres tipos de activos indicados o no existe, o su importancia no es demasiado grande.

Los bonos de caja y las obligaciones son, por lo general, activos propios de los bancos industriales y de negocios. Sin títulos similares a los emitidos directamente por los sujetos deficitarios, cotizándose asimismo al lado de éstos en el mercado secundario general. Entre sí se distinguen, sobre todo, por el plazo, mayor en las obligaciones, así como también por el tipo de interés. El proceso de creación de los bonos de caja y de las obligaciones es análogo al de los otros valores industriales. El intermediario emisor anuncia la salida de los nuevos títulos con sus características y condicio-

nes, tratando de colocarlos en el círculo de su clientela o esperando que se presenten interesados en suscribirlos, operaciones que se llevan a cabo dentro del llamado mercado de emisiones. La destrucción tiene lugar por la amortización de los títulos a su vencimiento.

Las pólizas de seguros son los activos financieros indirectos cuya emisión constituye el negocio propio de las compañías de seguros, que los crean en diversas condiciones, pero con el rasgo común de asegurar contra un riesgo, que, de sobrevenir en el plazo previsto, daría lugar a la indemnización convenida en la póliza. El precio de la misma adopta la forma de pagos periódicos denominados prima. La destrucción de estos activos tiene lugar por el pago de la indemnización o por el cumplimiento del plazo de cobertura, que lleva aparejado en algunas modalidades de seguro la devolución de una cantidad estipulada.

Los contratos de capitalización, emitidos por las compañías de este nombre, son propósitos institucionalizados de ahorrar una cantidad determinada en un plazo fijado de antemano, mediante la entrega periódica de cierta cuota que se va acumulando a los intereses devengados. Para hacer más atractivo el contrato es frecuente que se ofrezca la posibilidad de obtener la cantidad planeada antes del plazo estipulado y, por consiguiente, sin completar el pago de las cuotas, mediante sorteo. La destrucción tendrá lugar por entrega de la cantidad estipulada.

Los contratos de pensión guardan semejanza con los activos anteriores y son emitidos por las cajas de pensiones. Consisten, en general, en el pago de una renta vitalicia llegado el titular a cierta edad, a la que se tiene derecho mediante el pago de aportaciones periódicas en tanto no se llegue a la edad estipulada. Las pensiones están a menudo combinadas, de una forma u otra, con coberturas de determinados riesgos, presentando una forma mixta, que también es frecuente en los contratos de capitalización. La destrucción de los contratos de pensión tiene lugar a medida que se va satisfaciendo la renta vitalicia o por el período de que se trate, quedando completada con el pago del último plazo. Común a los tres activos financieros indirectos tratados últimamente, que por otra parte presentan notables puntos de semejanza, como se habrá visto, es la ausencia o pequeña importancia, en la mayoría de los países, de mercados secundarios.

Los certificados de participación en fondos de inversión representan, como su nombre indica, la participación en un conjunto de activos financieros elegidos para garantizar una seguridad, rentabilidad y liquidez medias. En virtud de las características propias de estos certificados, los pres-

tamistas últimos, en vez de colocar sus fondos en un activo único, cubren sus posturas, por así decir, mediante la compra de una combinación de activos. Las acciones de las sociedades en cartera tienen, en lo esencial, un carácter similar.

Activos financieros directos. Tipos, creación y destrucción. El papel de la Bolsa de Valores.—Con los recursos obtenidos mediante la venta de activos financieros indirectos, los intermediarios financieros intervienen en el mercado de fondos prestables, al lado de los prestamistas últimos, para adquirir activos financieros directos. Cualquier deuda contraída por un prestatario último es, en principio, un activo de esta índole, y por ello es imposible una enumeración exhaustiva de tales activos, que revisten una infinita variedad de formas. Entre los activos financieros directos adquiridos preferentemente por los intermediarios figuran en primer lugar los créditos o préstamos. En la terminología financiera se acostumbra a distinguir entre ambos, entendiéndose por préstamo la entrega de determinada cantidad, de una vez, por un plazo determinado, mientras que se suele reservar el concepto de crédito para designar la apertura de una cuenta que puede utilizarse por el acreditado hasta un cierto límite, importe del crédito, pagándose sólo intereses por las cantidades efectivamente dispuestas. También se emplea esta denominación, no obstante, para designar operaciones de trámite más complejo. Una modalidad muy utilizada en ciertos países es la de los créditos en descubierto, muy limitados y sujetos a restricción legal en España, y que consiste, en esencia, en la autorización para girar talones contra la propia cuenta corriente por encima del saldo acreedor. De cualquier forma, los usos varían mucho de país a país, tanto por lo que se refiere a la forma en que se acostumbran a formalizar las operaciones de préstamo o crédito, como en lo que respecta al plazo, intereses y garantías. En este último aspecto, se suele distinguir entre dos grandes categorías: préstamos o crédito con garantía personal y con garantía real. Los primeros no tienen garantía específica y son cubiertos por el patrimonio general del deudor, mientras que los segundos se aseguran, mediante determinados bienes, que según su naturaleza dan a la garantía el carácter de prendaria (valores mobiliarios, efectos, mercancías) o hipotecaria (bienes inmuebles). Un activo muy corriente, que adquieren con especial preferencia los bancos comerciales, son las letras de cambio, objeto de la operación llamada descuento, en la que se distinguen dos modalidades: descuento de efectos comerciales y descuento de efectos financieros, según sea el origen de la letra. Otro tipo básico de activos es el formado por los llamados títulos o valores, como acciones, obligacio-

nes, bonos o cédulas, etc.; unos, de renta variable, como las acciones, constituyendo, por lo general, una participación en la propiedad de la entidad emisora; otros, de renta, fija, representando simples reconocimientos de deuda. Huelga advertir que en muchos de los activos comentados el carácter de directos les es conferido por la identidad del sujeto emisor, así como por la naturaleza de su destino, pues de igual modo, independientemente de sus rasgos formales, podrían ser indirectos, caso de que fueran emitidos por un intermediario financiero.

Aunque, como se ha advertido más arriba, la parte intermediada del mercado de fondos prestables muestra la tendencia a ganar cada vez más importancia relativa, existe todavía un amplio margen para las relaciones directas entre prestamistas y prestatarios últimos. Estas relaciones, que comprenden todos los conceptos por los cuales surgen transferencias de recursos de unos sujetos a otros dando lugar a compromisos crediticios, se plasman por el lado de los activos financieros en toda la gama posible de instrumentos de crédito existentes: pagarés, libranzas, letras de cambio, saldos de cuenta corriente, etc., en representación tanto de préstamos entre particulares como de empresas a particulares y viceversa, y entre las mismas empresas, en la figura denominada crédito interempresarial. Esta parte del mercado de fondos prestables debe de ser, sin duda, amplia e importante, pero, dada la ausencia de datos, no puede ser tenida en cuenta en los estudios sobre la parte directa del mercado de fondos prestables, que tienen que limitarse, por lo regular, a las relaciones efectuadas sobre la base de los títulos y valores, es decir, acciones, obligaciones, bonos, células, etc., ampliamente reglamentadas y controladas.

La creación de estos activos se efectúa, como se ha apuntado anteriormente, mediante la oferta de los mismos en el mercado de emisiones por parte de la entidad emisora o sujeto deficitario, a menudo con el concurso de algún intermediario financiero que se encarga del lanzamiento y distribución, sino incluso de asegurar la colocación de los títulos emitidos. El mercado de emisiones es, según eso, un concepto abstracto que sirve para designar un conjunto de operaciones y prácticas, no vinculadas a una institución con vida independiente y ubicación determinada, al revés de lo que sucede con el mercado secundario de este tipo de activos, la Bolsa de Valores, cuya denominación cubre ambas acepciones.

En páginas anteriores se ha indicado ya la íntima relación existente entre los mercados primarios y los secundarios de cualquier clase de activo, y lo dicho entonces conviene de forma especialísima a nuestro caso. En efecto, es la marcha del mercado secundario la que, en circunstancias nor-

males, condiciona la posibilidad de emitir nuevos valores y determina las características de las nuevas emisiones, tipo de interés, plazo, prima, etc. Luego de emitidos, sin embargo, no todos los nuevos valores son cotizados en Bolsa; para acceder a ello hay que someterse al oportuno trámite, y muchas entidades emisoras, dado el carácter reducido o familiar del círculo comprador de sus títulos, no consideran precisa esa cotización, pues conocen que entre las necesidades de sus prestamistas últimos al respecto no se cuenta, o por lo menos no figura en lugar principal, la de la liquidez, objetivo primordial y razón de ser de todo mercado secundario. Ello no presupone que los títulos no cotizados en Bolsa no puedan ser en absoluto liquidados, pues desde luego pueden venderse al margen de aquélla, con lo que en realidad el concepto de mercado secundario de los valores rebasa el ámbito de la Bolsa.

Pese a no tener el carácter de intermediario financiero, la Bolsa es una institución que juega una parte principalísima dentro del sistema financiero, constituyendo una de sus más importantes instituciones, pues al poner en contacto directo a los sujetos superavitarios de hoy con los de ayer que desean desprenderse de los títulos comprados en su día, realiza una decisiva función financiera, contribuyendo al conocimiento y difusión de este tipo de activos y, aunque no canaliza de forma directa nuevos fondos hacia los sujetos deficitarios ya que las transacciones efectuadas en su seno tienen el valor de meras transferencias de propiedad de los fondos prestados con anterioridad, sí facilita considerablemente la colocación de los nuevos títulos emitidos al dotarles de liquidez y de un ambiente que hace las veces de caja de resonancia en cuestiones referentes a la intensidad de la demanda de títulos, calidad relativa de los mismos, condiciones del mercado, solvencia y seriedad de las entidades emisoras concurrentes al mismo, etc., pues, por sus condiciones de transparencia, homogeneidad, libertad de acceso y otras, seguramente es la Bolsa el mercado que más se aproxima al modelo perfecto utilizado en la teoría microeconómica.

Con todo, puede decirse que el mercado de valores no está abierto en la práctica más que al Estado y a grandes empresas con solvencia y prestigio generalmente reconocidos. Las empresas pequeñas, así como otras clases de sujetos deficitarios, difícilmente podrían tener éxito en la colocación de sus títulos en el mercado de emisiones, por lo que, dejando aparte las relaciones directas al margen de este tipo de activos, que desconocemos por lo general pese a la importancia que deben de tener en la

práctica, para obtener los fondos que desean, se verán obligadas a dirigirse a los intermediarios financieros.

El mercado de valores, por otra parte, se ha considerado durante muchos años como una especie de categoría superior dentro del sistema financiero, por estimar que la colocación de los fondos sobrantes en activos de esta naturaleza requería un grado de cultura económica bastante elevado por parte de los sujetos superavitarios. Ello es indudablemente así en buena lógica y parece ser corroborado en el plano empírico por el hecho de que una característica casi constante de los pueblos subdesarrollados es precisamente la ausencia de un amplio mercado de valores, aunque esto no prueba, desde luego, la existencia de una unívoca relación causal entre los dos fenómenos, que evidentemente podrían ser simples manifestaciones paralelas. Sea como fuere, lo cierto es que cabía señalar una razonable tendencia a creer que a medida que un país se desarrollase económicamente, aumentaría la importancia relativa de su mercado de valores dentro del conjunto financiero. Recientes investigaciones, no obstante, han proporcionado la sorpresa de descubrir que independientemente de la mayor demanda de valores producida por el aumento de cultura económica y la familiarización con las prácticas bursátiles, se observa en todo el mundo, y especialmente en los países altamente desarrollados, una corriente general en favor de los activos financieros indirectos, a expensas de los activos directos de este tipo. Es decir, no es que disminuyan en general las emisiones de valores llevadas a cabo por los sujetos deficitarios —no olvidemos que ciertos intermediarios financieros también emiten activos de esta clase—; lo que disminuye en términos relativos es la parte de esas emisiones adquirida directamente por los prestamistas últimos, que emplean sus fondos sobrantes cada vez en mayor proporción en la adquisición de los activos a corto plazo —depósitos— emitidos por los intermediarios financieros, reforzando con ello la posición e importancia relativa de éstos dentro del sistema financiero en su conjunto.

4. LOS MERCADOS FINANCIEROS. TIPOS Y CLASIFICACION

En lo precedente, hemos estudiado el sistema financiero a partir, sobre todo, de sus funciones, de la naturaleza de los activos negociados y de la actividad de sus instituciones, entre las que distinguíamos a los intermediarios financieros de las Bolsas de Valores. Para acabar considerando el

tema desde el ángulo proporcionado por el plazo de los activos negociados; distinguiremos ahora una categorización de las operaciones del sistema en tres sectores: mercado de crédito a corto plazo, mercado de crédito a plazo medio y mercado de crédito a largo plazo, reducidos por buena parte de los autores a sólo dos: mercado de dinero, para los activos monetarios y a corto plazo y mercado de capitales, para el resto, en el entendido de que esta clasificación recoge en la práctica sólo una visión parcial del problema, pues se acostumbra a aplicar en el mero estudio de las fuentes de financiación de los sujetos deficitarios, omitiendo corrientemente interesarse por la colocación que de los fondos prestables hacen los prestamistas últimos.

Parte importante del mercado de capitales es la constituida por el mercado de valores, que a su vez se divide en mercado de emisiones, o mercado primario en la terminología empleada anteriormente, y Bolsa de Valores, o mercado secundario, que ya vimos no proporcionaba nuevas posibilidades de financiación, pese a lo cual desempeñaba un papel notable dentro del sistema financiero. Se apuntó, al mismo tiempo, que la Bolsa, en realidad, no se identificaba absolutamente con el término de mercado secundario, pues era posible la transmisión de títulos al margen de aquélla.

A estos dos mercados financieros, de dinero y de capitales, se suma a veces por algunos teóricos un tercero: el de cambios, en el que se determina el valor de las monedas nacionales en función de las extranjeras. Aunque es innegable la importancia y la relación de este mercado con la noción de lo financiero, la naturaleza misma de sus operaciones no encaja, sin embargo, dentro de la problemática esencial del sistema financiero tal como se entiende modernamente, por lo que la mayoría de los autores no lo tratan o lo hacen sólo de pasada, sin integrarlo plenamente en el contexto, al estudiar los problemas que nos interesan.

Ateniéndose ahora a su mecánica operativa, se acostumbra a dividir a los mercados financieros en abiertos —open markets— y negociados, entendiéndose por los primeros aquellos en que la relación concreta de los sujetos se limita a una compra y venta, por estar ya las condiciones fijadas para la generalidad de los activos emitidos, como sucede por ejemplo en el caso de las transacciones realizadas en el seno de la Bolsa, paradigmática de mercado financiero abierto. El mercado negociado es aquel en que cada transacción requiere un acuerdo especial sobre condiciones, plazo, etc.; las operaciones de crédito de los bancos constituyen un buen ejemplo para este tipo de mercado.

Como es lógico, las operaciones con las diversas modalidades de acti-

vos han acabado por originar la distinción de mercados parciales, siendo así corriente oír hablar, dentro del contexto general del mercado de valores, de los mercados de acciones, obligaciones, bonos de caja, etc. Asimismo es frecuente la distinción entre mercado de fondos públicos, valores industriales, industrias químicas, etc., incorporando en este caso como factor diferenciador la naturaleza de las entidades emisoras.