

# EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL, EVOLUCION RECIENTE Y PROPUESTAS DE REFORMA

A partir de la definición del papel que un sistema financiero debe desempeñar en el desarrollo de una economía, **Rafael Termes** intenta en el siguiente trabajo presentar el cuadro de problemas del sistema financiero español afectado por un proceso de reforma lentamente aplicado y aún no finalizado.

Los datos del coste de financiación y el análisis de sus repercusiones sobre los problemas del desarrollo de las inversiones constituyen la parte central de su análisis, que se concluye con un repaso de las decisiones adoptadas en el proceso de liberalización del sistema financiero en curso y con una discusión de las recomendaciones más convenientes para continuar su proceso de reforma.

**L**A reforma del sistema financiero es una constante que aparece en todos los planes y sugerencias para resolver, o por lo menos mejorar, la crítica situación económica de nuestro país. Este artículo aspira a ser una modesta contribución a la necesaria tarea de fijar las posiciones a partir de las cuales tal reforma debería o podría ser enfocada. Mi propósito es, por un lado, recordar lo que, en mi opinión, debe ser un sistema financiero y su papel en el proceso de desarrollo y, por otro, evaluar de manera empírica la actuación presente del sistema financiero español. De ambas coordenadas puede resultar la evaluación de los pasos dados hasta ahora en España, así como la definición y la oportunidad de los que todavía hay que dar para reformar, en base a datos concretos, en vez de a apreciaciones subjetivas, el sistema financiero español.

A tal fin, he dividido el ar-

tículo en cuatro secciones. En la primera, titulada «Consideraciones generales», se presenta un resumen de lo que la literatura económica considera que es el marco de actuación y el papel en el desarrollo económico de un sistema financiero. Esta sección concluye con una definición de las características básicas que debe tener un sistema financiero para apoyar el crecimiento, canalizando el empleo de los recursos productivos, en una economía moderna.

La segunda sección, bajo el epígrafe «El sistema financiero español» y en el marco esbozado en la primera, pretende examinar la contribución de nuestro sistema al proceso de financiación de la economía, el papel desempeñado por los distintos componentes del sistema, las características de la remuneración al ahorro, y las condiciones de la financiación otorgada en términos de coste, plazo y dis-

ponibilidad. En este último aspecto se analiza el efecto de la política monetaria reciente sobre la actuación del sistema financiero, y, en especial, del sistema crediticio.

La tercera sección, llamada «Los pasos de la reforma del sistema financiero», presenta un breve resumen de la reforma realizada hasta la fecha y de las propuestas contenidas en el Programa Económico del Gobierno, que todavía están pendientes de aplicación, con algún juicio crítico sobre los frutos esperados del ensanchamiento de la competencia.

La cuarta y última sección —«Conclusiones y recomendaciones de reforma»— extrae las conclusiones que fluyen de las anteriores e indica cuál debería ser la dirección y la intensidad de la reforma del sistema financiero que falta por realizar.

Para todo ello me he servido de los estudios realizados por la Asesoría Económica de la Asociación Española de Banca Privada. Sin embargo, aunque las opiniones que emito han sido, en numerosas ocasiones, contrastadas con otros miembros del sector —dentro del cual entiendo gozan de amplia aceptación— no pueden ser interpretadas como la opinión corporativa de la Banca.

## I. CONSIDERACIONES GENERALES

La importancia de un sistema financiero para el desarrollo económico de un país ha sido aceptada desde hace tiempo. Schumpeter, en su clásica Teoría del Desarrollo Económico, decía que la importancia del sistema financiero para el desarrollo de

los países ocupa un lugar secundario sólo con respecto al empresario y la innovación. Recientemente una serie de prominentes autores han dedicado su atención al papel del sistema financiero en el desarrollo económico. Así es como el trabajo teórico de Gurley, Shaw y McKinnon, ha sido sustentado en forma empírica por Goldsmith, demostrando que a medida que un país se desarrolla, su sistema financiero tiende a hacerse más complejo y pasa a jugar un papel cada vez más estratégico en el proceso de ahorro e inversión, que constituye el meollo del desarrollo económico.

Esto no quiere decir que un sistema financiero avanzado sea la única manera de producir el desarrollo de un país. La autofinanciación de las empresas, los impuestos y los sistemas de controles, se pueden usar para lograr el ahorro forzoso y transferirlo de unos sectores a otros. Sin embargo, el papel del sistema financiero tiene la enorme ventaja de que el ahorro que capta es de naturaleza voluntaria, procede de aquellas unidades económicas cuyo ingreso excede su nivel de gasto y se puede usar para financiar el déficit de las unidades económicas que se encuentran en la posición opuesta. Los autores más recientes, mencionados antes, han demostrado que el carácter voluntario de las transferencias entre unidades económicas a través del sistema financiero las hacen más eficaces y, lo que es aún quizás más importante, que un sistema financiero eficiente, al ofrecer incentivos adecuados a los agentes económicos, puede contribuir a desviarlos del consumo y de la colocación exterior, aumentando así el flujo interno de ahorro disponible

para financiar la inversión, facilitando la aceleración del proceso de desarrollo.

El entendimiento de la relación entre el desarrollo económico y el sistema financiero requiere que se comprenda cómo se comportan en el tiempo la producción y los ingresos con respecto al uso del capital. Las operaciones a financiar con los recursos captados por el sistema financiero son de diversa naturaleza. Unas, tales como una planta industrial, un sistema energético, o uno de riego, son de larga maduración y por lo tanto los recursos invertidos tardarán años en hacerse disponibles para la devolución, si son recursos prestados, o para ser empleados en otro proyecto, si son recursos de riesgo. Es decir, para tales inversiones se requiere financiación a largo plazo o sin plazo de amortización. Otras inversiones, como la adquisición de viviendas y bienes de consumo duradero, requieren financiación que, excediendo del año, puede llegar a alcanzar la menor duración del tramo de largo plazo; es decir, necesitan financiación a medio plazo. Finalmente, el extremo de la financiación a corto plazo se tipifica en aquella parte de los fondos de manobra de las empresas que va destinada a la constitución y mantenimiento de los inventarios que constituye el tramo más inmovilizado del activo circulante. La característica común de las tres necesidades de financiación —a largo, medio y corto plazo— es que la cantidad de recursos requeridos excede de los ingresos de la unidad económica en el período de tiempo en que la inversión tiene lugar, por lo que esta unidad económica sólo puede ofrecer satisfacer la obligación financiera adquiri-

da en términos que se ajusten a su capacidad de generar recursos a lo largo de la vida —larga, media o corta— de la inversión. Esto significa que un sistema financiero tiene que disponer de instrumentos, tanto para captar ahorro como para otorgar financiación, que sean tan diversificados como lo es la estructura de la economía que tiene que atender.

### **El papel del sistema financiero**

En una economía industrial moderna sólo se puede cumplir el postulado anterior con un sistema financiero desarrollado y flexible, porque las demandas de plazo de amortización para la financiación de las inversiones no suelen coincidir con las características de la captación de recursos de los ahorradores. En efecto, mientras muchos préstamos tienen que formularse a medio y largo plazo para adaptarlos a la clase de actividad económica y a la corriente de ingresos del prestatario, hay pocos ahorradores que, disponiendo de un exceso de ingresos sobre gastos de tal magnitud y permanencia, estén dispuestos a colocar todo su ahorro a medio y largo plazo. El proceso de transformación de vencimientos, originado por el desequilibrio entre las características de la captación de ahorro y el empleo de los recursos, requiere que el sistema financiero disponga no sólo de una amplia gama de instrumentos de captación de ahorro, sino que, además, se componga de distintos mercados, de manera que las condiciones de rendimiento y liquidez exigidas por los ahorradores se puedan satisfacer. Por ejemplo, la emisión de obligaciones supone

el compromiso de pagar las remuneraciones periódicas pactadas y la amortización del principal a los vencimientos y en las condiciones establecidas; una hipoteca implica, por lo general, el pago gradual del principal e interés a lo largo del tiempo; la emisión de acciones no conlleva ningún compromiso de amortización del principal, pero sí la necesidad de satisfacer la esperanza de una determinada corriente de dividendos que justifique la aparición de una plusvalía; la venta de pagarés y aceptaciones no supone, por lo general, ninguna corriente de pagos hasta el vencimiento del título, momento en que el tenedor realiza el beneficio que va entre el valor nominal del efecto y el valor por el que lo adquirió. Y así sucesivamente podríamos pasar revista a las características propias de los distintos instrumentos para captar ahorro y para otorgar financiación, de acuerdo con los diferentes deseos y posibilidades de ahorradores y financiados.

El papel del sistema financiero es precisamente la reconciliación de estas diferencias entre las características del ahorro y de la inversión. Un requisito importante para poder lograr esta reconciliación es que los instrumentos de captación de ahorro de que disponga el sistema financiero se apoyen en mercados secundarios que aseguren, en las mejores condiciones posibles en cada momento, la posibilidad de adaptar, sin violentarlas, las características propias de los instrumentos de captación, o activos financieros, a los deseos cambiantes del poseedor de dichos activos. Es decir, que el que adquirió acciones; o el que compró obligaciones; o el que depositó a plazo recibiendo un certificado

de una entidad de crédito, puedan, en condiciones de mercado, recuperar su inversión sin que por ello resulte afectada la situación financiera de la entidad emisora de las acciones, las obligaciones o el certificado de depósito.

### **La intermediación y los intermediarios**

Los sistemas financieros poco desarrollados se caracterizan por la reducida gama de activos financieros y por la ausencia o debilidad de los mercados secundarios. Y, por lo general, estos sistemas caracterizados por tales deficiencias, son los sistemas en los que la financiación a medio y largo plazo brilla por su ausencia. Ahora bien, la mera existencia de una amplia gama de instrumentos de captación de ahorro y la presencia de mercados de apoyo secundario no garantiza que el sistema financiero pueda desempeñar su función de intermediario entre los ahorradores y los inversores. Para ello se requiere que la intermediación pueda ofrecer, además y sobre todo, un incentivo suficiente, en términos de seguridad y rendimiento, para que el que tiene capacidad de ahorrar ahorre, en vez de consumir, y ponga estos recursos a la disposición del sistema. Es decir, el sistema financiero tiene que ser capaz de ofrecer al ahorrador potencial una combinación atractiva de liquidez, riesgo y rendimiento.

Por otra parte, la existencia del sistema financiero se basa en que el mercado sea capaz de atraer intermediarios financieros para que operen en el mismo. A su vez, estos intermediarios deberán ser capaces de satisfacer la prueba de mercado, es

decir, deberán ser económicamente viables y producir un rendimiento que atraiga capitales a esta actividad en vez de a otras. Dicho de otra forma, los intermediarios financieros no pueden ser meros mediadores sin asunción de riesgo —aunque este tipo de entes sirva para completar el mercado—, sino que deben ser verdaderos agentes económicos que, al tiempo que prestan el servicio, añadan valor económico y logren un beneficio justificado por haber asumido un riesgo. Esto se aplica tanto a las instituciones que operan en el mercado primario, por ejemplo la Banca, como otras destinadas a operar en los mercados secundarios, como por ejemplo las casas de redescuento, las entidades de contrapartida, etc. Pero este tipo de instituciones no suelen aparecer o prosperar en mercados financieros intervenidos, reglamentados o de escasa profundidad, donde la existencia de coeficientes de inversión, la regulación de tipos de interés o el pequeño volumen de transacciones no permite que el desarrollo de sus actividades pueda ser rentable.

### **La asignación eficiente de recursos**

Además de servir de intermediarios entre los ahorradores y los inversores, el sistema financiero debe cumplir otra tarea de fundamental importancia, que es la asignación de los recursos de financiación a las actividades más rentables. Este cometido será tanto mejor atendido cuanto más libre sea el mercado, ya que solamente el libre juego del mercado garantiza la más económica asignación de recursos. Por contra, la asignación forzosa de recursos a determina-

dos beneficiarios, individuales o por sectores, supone un riesgo de malversación de recursos y de fomento de actividades marginales o económicamente menos deseables. De la eficiencia que las entidades del sistema financiero alcancen en esta función de asignación rentable de recursos dependerá su propia rentabilidad.

En resumen, el papel del sistema financiero consiste en actuar de intermediario entre las unidades de ahorro y las de gasto para movilizar los recursos que se destinan a la creación de capacidad productiva física y a la colocación en el mercado de los bienes y servicios producidos. El proceso implícito de transformación de vencimientos requiere que el sistema financiero sea capaz de obtener y proveer los recursos en términos de plazo, riesgo y rendimiento o coste aceptables tanto al ahorrador como al tomador. Si el sistema no es capaz de ofrecer liquidez primaria o secundaria, si no existe confianza en su seguridad, o si los rendimientos que ofrece no son suficientes, los potenciales ahorradores buscarán otras formas distintas de emplear sus recursos. Estas formas pueden ir desde destinarlos al consumo hasta desviarlos hacia el exterior del país. En cualquier caso este desvío del ahorro puede redundar en un crecimiento de la capacidad productiva menor del que hubiera sido posible, lo cual a su vez puede llegar a distorsionar la producción, a frenar el crecimiento, y a crear desempleo.

## II. EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

El sistema financiero español, aunque no está perfectamente

CUADRO N.º 1

### FINANCIACIÓN DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL

	TOTAL			
	1976	1977	1978	1979
<b>(Miles de millones)</b>				
FORMACION BRUTA DE CAPITAL (1) ... ..	1.801	2.049	2.329	2.685
FINANCIACION EXTERIOR (2) ... ..	128	244	144	184
FINANCIACION INTERIOR... ..	1.673	1.805	2.185	2.501
Sistema crediticio (3) ... ..	1.179	1.342	1.230	1.575
Mercado de valores (4) ... ..	55	84	106	206
Otros componentes sistema financiero no identificados (5) ... ..	439	379	849	720
Autofinanciación (6) ... ..				
<b>(Por ciento)</b>				
FORMACION BRUTA DE CAPITAL ... ..	100,0	100,0	100,0	100,0
FINANCIACION EXTERIOR...	7,1	11,9	6,2	6,9
FINANCIACION INTERIOR... ..	92,9	88,1	93,8	93,1
Sistema crediticio ... ..	65,5	65,5	52,8	58,7
Otras fuentes ... ..	27,4	22,6	41,0	34,4
<b>SECTOR PRIVADO</b>				
	1976	1977	1978	1979
<b>(Miles de millones)</b>				
FORMACION BRUTA DE CAPITAL (1) ... ..	1.570	1.820	1.960	2.300
FINANCIACION EXTERIOR (2) ... ..	90	149	174	178
FINANCIACION INTERIOR... ..	1.480	1.671	1.786	2.122
Sistema crediticio (3) ... ..	1.153	1.336	1.015	1.310
Mercado de valores (4) ... ..	69	77	78	126
Otros componentes sistema financiero no identificados (5) ... ..	258	258	693	686
Autofinanciación (6) ... ..				
<b>(Por ciento)</b>				
FORMACION BRUTA DE CAPITAL ... ..	100,0	100,0	100,0	100,0
FINANCIACION EXTERIOR...	5,7	8,2	8,9	7,7
FINANCIACION INTERIOR... ..	94,3	91,8	91,1	92,3
Sistema crediticio ... ..	73,4	73,4	51,8	57,0
Otras fuentes ... ..	20,9	18,4	39,3	35,3

(1) Contabilidad Nacional INE.  
(2) Banco de España.  
(3) Balance del Sistema.

(4) Informes Banco de España y Banco de Bilbao.  
(5) Residuo.  
(6) Para sector público ahorro en cuenta corriente menos compra de terrenos y transferencias.

CUADRO N.º 1 (continuación)

**FINANCIACION DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL**

	SECTOR PUBLICO			
	1976	1977	1978	1979
<b>(Miles de millones)</b>				
FORMACION BRUTA DE CAPITAL (1) ... ..	231	229	369	385
FINANCIACION EXTERIOR (2) ... ..	38	95	-30	6
FINANCIACION INTERIOR... ..	193	134	399	379
Sistema crediticio (3) ... ..	26	6	215	265
Mercado de valores (4) ... ..	-14	7	28	80
Otros componentes sistema financiero no identificados (5) ... ..	55	-39	267	134
Autofinanciación (6) ... ..	126	160	-111	-100
<b>(Por ciento)</b>				
FORMACION BRUTA DE CAPITAL ... ..	100,0	100,0	100,0	100,0
FINANCIACION EXTERIOR... ..	16,5	41,5	-8,1	1,5
FINANCIACION INTERIOR... ..	83,5	58,5	108,1	98,5
Sistema crediticio ... ..	73,6	89,5	92,2	68,8
Otras fuentes ... ..	9,9	-31,0	8,9	29,7

(1) Contabilidad Nacional INE.

(2) Banco de España.

(3) Balance del Sistema.

(4) Informes Banco de España y Banco de Bilbao.

(5) Residuo.

(6) Para sector público ahorro en cuenta corriente menos compra de terrenos y transferencias.

tores. En estas condiciones no se puede montar, por ahora, un sistema de flujo de fondos, que sería el instrumento más adecuado para analizar la actuación del sistema financiero, tanto desde el punto de vista de su papel de intermediación, es decir, de captar recursos de los ahorradores para ponerlos a disposición de los inversores, como desde el punto de vista de su eficacia en la asignación de estos recursos.

**La financiación de la formación de capital**

En ausencia de esta información, para tratar de obtener una idea de la importancia de los distintos componentes del sistema financiero, se pueden examinar los aspectos conocidos de la financiación de la formación bruta de capital. Esta aproximación se hace en el cuadro 1 que muestra que más del 90 por 100 de la formación bruta de capital se financia con recursos internos y la diferencia con recursos obtenidos del exterior a través de inversiones directas extranjeras y de distintas formas de crédito foráneo. Por lo que se refiere al desglose de los recursos internos por procedencia de los mismos, puede verse que el sistema crediticio contribuye a financiar la formación bruta de capital en una proporción que oscila entre el 50 y el 65 por 100; que alrededor del 5 por 100 es proporcionado por el mercado de valores, en la parte que corresponde al público y a entidades distintas de los Bancos y Cajas de Ahorro; y que el resto procede del sistema financiero no identificado y de la autofinanciación. Se puede argüir, y es cierto, que

definido o delimitado, puede considerarse compuesto por lo que el Banco de España denomina el sistema crediticio — Banco de España, Banca Comercial e Industrial, Cajas de Ahorro y Entidades Oficiales de Crédito— y una serie de intermediarios de tipo no bancario que incluyen las cooperativas de crédito y las cajas rurales; las entidades de financiación de ventas a plazos; las sociedades de cartera; los fondos de inversión mobiliaria y demás agentes mediadores en el mercado de valores; las compañías de seguros; algunas entidades que no están más que

parcialmente reguladas, como por ejemplo las compañías de «leasing» y «factoring»; y otras que no lo están en absoluto, como los intermediarios o corredores en el mercado monetario.

Aparte de la información sobre el sistema crediticio y el mercado de valores, poco se sabe de la actuación del resto de los componentes del sistema financiero. A esta dificultad se une el que el sistema de Contabilidad Nacional de España publicado por el INE no contiene una estimación de la cuenta de capital de la economía por sec-

parte de la financiación del sistema crediticio se destina a actividades de consumo. No obstante, al ser los recursos financieros fungibles, la asignación de una determinada cantidad de recursos a la financiación de actividades de consumo, libera la misma cantidad de recursos para la inversión, y viceversa. Por lo tanto, parece correcto considerar la financiación total otorgada por el sistema crediticio como contribución al proceso de formación bruta de capital, en el bien entendido de que en este concepto se comprende no sólo la ampliación de activos fijos sino también la acumulación de stocks. Desglosando la formación bruta de capital en sus componentes privado y público y examinando la financiación de cada uno de estos componentes, se observa un patrón muy similar. Es decir, la inmensa mayoría de la financiación es de origen interno y, dentro de ésta, el sistema crediticio es, con mucho, la fuente más importante. No obstante, concentrando la atención sobre la evolución de las respectivas participaciones, se observa que a partir de 1978 las fuentes de financiación distintas del sistema crediticio aumentan su peso a expensas de un cierto retroceso de este último. Este fenómeno se hace más patente en la parte que corresponde al sector privado, donde se nota un formidable cambio en la participación del sistema crediticio y las otras fuentes de financiación, ya que en 1978 y 1979 estas últimas duplican la participación que en la financiación de la inversión tuvieron en los dos años precedentes. Dada la debilidad de la información disponible y las deficiencias implícitas en el método de aproximación utilizado, no se debería tratar de sacar

conclusiones firmes de estas últimas observaciones.

De cualquier modo, parece que sigue siendo válido decir que el dato fundamental que deriva de este análisis es la posición dominante del sistema crediticio en el proceso de financiación de la formación bruta de capital y que dentro de esta posición, la Banca es, a su vez, el segmento más importante (cuadro 2). Si a este dato se agrega el conocimiento de que la captación de recursos del sistema crediticio, en general, y de la Banca en particular, está caracterizada por una alta prefe-

rencia de los depositantes por la liquidez, se puede generalizar que la estructura del ahorro interno canalizado por el sistema financiero español es fundamentalmente de corto plazo. Esta conclusión se refuerza al comprobar la pequeña participación de las fuentes de financiación que típicamente son origen de los recursos a largo plazo en el proceso de financiación de la formación bruta de capital, y, especialmente, el tamaño muy reducido del mercado de valores cuando se consideran solamente las emisiones suscritas por entidades distintas de la Banca y las Cajas de Ahorro.

CUADRO N.º 2

OPERACIONES DEL SISTEMA CREDITICIO. VARIACIONES ANUALES EN MILES DE MILLONES

	1976	1977	1978	1979
POSICION EXTERIOR:				
Banco de España ... ..	-36,4	149,6	296,2	191,5
FINANCIACION POR CREDITO Y VALORES ... ..	1.178,3	1.340,3	1.229,6	1.574,9
POR DESTINO:				
Sector Público ... ..	25,8	5,9	215,1	264,7
Sector Privado ... ..	1.152,5	1.336,4	1.014,5	1.310,2
POR ORIGEN:				
Banca ... ..	777,9	899,4	555,6	931,5
Cajas ... ..	294,5	333,7	355,6	252,2
E.O.C. ... ..	80,1	103,3	103,3	126,5
OTRAS INVERSIONES ... ..	0,8	161,8	134,2	228,2
TOTAL ... ..	1.142,7	1.651,7	1.660,0	1.994,6
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS ...	1.006,3	1.177,8	1.476,3	1.598,9
Efectivo ... ..	90,8	162,4	168,9	93,1
Depósitos Banco de España ...	30,4	-0,1	-4,0	-1,4
Depósitos Banca ... ..	543,7	624,0	810,9	1.003,7
Depósitos Cajas ... ..	341,4	391,5	500,5	503,5
BONOS Y CEDULAS ... ..	38,8	28,3	5,7	10,1
CUENTAS DE CAPITAL ... ..	116,1	107,9	139,0	241,8
RECURSOS EXTERIORES ... ..	-18,5	337,7	39,0	143,8

Fuente: Banco de España.

## La remuneración real del ahorro

El hecho de que el sistema crediticio, y la Banca en particular, ocupe una posición dominante en el sistema financiero también permite hacer consideraciones de amplia validez con respecto a la remuneración del ahorro financiero en España, ya que la retribución otorgada por la Banca a sus depositantes puede constituir un indicador muy significativo del precio en el mercado del ahorro. Pues bien; de la cascada de resultados de la Banca, elaborada por el Banco de España, se puede deducir la remuneración al ahorro financiero, que está representada por la relación entre los costes financieros en que tiene que incurrir la Banca para atraer los depósitos y el saldo medio de los mantenidos durante el período de análisis. Seguidamente, se puede comparar esta remuneración con el coste de la vida, para ver a cuánto asciende en términos reales. Se puede comparar también con la remuneración al ahorro financiero en el exterior, para ver el diferencial existente y su evolución. Este análisis se presenta en el cuadro 3 en el que se han utilizado como términos comparativos la variación interanual del índice de precios de consumo y la media mensual de los tipos de interés para depósitos a un mes, en el mercado del eurodólar en Londres. El cuadro muestra que, si bien ha mejorado en los últimos dos años, la remuneración real del ahorro financiero continúa siendo fuertemente negativa, y que el diferencial con respecto al exterior que, en términos nominales, fue positivo en años recientes, se ha ido deteriorando para acabar siendo negativo en 1979.

En efecto, los costes financieros medios de los depósitos en pesetas de la Banca ascendían en 1977 al 3,99 por 100 de los activos medios, porcentaje que, reflejando la liberalización de la remuneración a las imposiciones a más de un año realizada en 1977, se elevó a 5,61 por 100 en 1978, y a 6,60 por 100 en 1979. Por su parte la variación interanual en el índice del coste de la vida ha descendido de 24,50 por 100 en 1977 hasta menos del 16 por 100 en 1979. El efecto combinado de estas dos tendencias ha significado una fuerte mejoría en la remuneración real del ahorro, que, sin embargo, todavía continúa siendo significativamente negativa. De hecho el efecto negativo de la inflación se ha reducido a la mitad ya que la remuneración real, que era de menos 16 por

100 en 1977, ha pasado a ser de menos 8 por 100 en 1979.

Sin embargo, no hay que olvidar que el coste medio de los depósitos en pesetas de la Banca es un promedio de los distintos tipos de interés aplicados a las diferentes clases de depósitos. Así, los depósitos a la vista se remuneraban como máximo con el 1 por 100, los de ahorro con el 3,75 por 100, las imposiciones a plazo de 3 meses con el 5,50 por 100, los depósitos a plazo de 6 meses con el 6,50 por 100, y las imposiciones a plazo de un año o más son de libre negociación. El cuadro 3, al lado del coste del conjunto de todos los depósitos, registra también el coste medio de los depósitos a un año o más. Este dato es altamente significativo dado el fuerte crecimiento de los depó-

CUADRO N.º 3

### REMUNERACION DEL AHORRO FINANCIERO (Por ciento)

	1977	1978	1979
COSTE MEDIO A LA BANCA DE TODOS LOS DEPOSITOS EN PESETAS.	3,99	5,61	6,60
COSTE MEDIO A LA BANCA DE LOS DEPOSITOS EN PESETAS A UN AÑO O MAS	8,06	10,28	11,49
VARIACION INTERANUAL EN EL INDICE DE COSTE DE VIDA	24,50	19,76	15,69
REMUNERACION REAL DEL AHORRO FINANCIERO:			
Todos los depósitos en pesetas	-16,47	-11,82	- 7,86
Depósitos en pesetas a un año o más.	-13,20	- 7,92	- 3,63
TIPO MEDIO MENSUAL DE DEPOSITOS A UN MES EN EL MERCADO DEL EURODOLAR-LONDRES	6,01	8,75	12,07
DIFERENCIAL CON RESPECTO AL MERCADO EURODOLAR:			
Depósitos en pesetas a un año o más.	2,05	1,53	- 0,58

Fuente: «Boletín Estadístico del Banco de España» y elaboración propia.

sitos hacia este tramo liberalizado, máxime si se tiene en cuenta que la frecuencia con que se recurre a los mecanismos legalmente establecidos para asegurar liquidez a las impositivas, mantiene la validez de la anterior afirmación sobre la fuerte preferencia de los ahorradores por la liquidez inmediata. Pues bien, la remuneración de los depósitos a un año o más ha subido del 8,06 por 100 en 1977 al 11,49 por 100 en 1979. A consecuencia de ello, la remuneración real a esta clase de ahorro financiero, en forma de depósitos a un año o más, ha mejorado notablemente sin dejar de ser sustancialmente negativa, ya que ha pasado de más de menos 13 por 100 en 1977 a cerca de menos 4 por 100 en 1979.

### La comparación con la remuneración exterior

Con respecto al exterior el diferencial ha evolucionado a la inversa, es decir, se ha deteriorado fuertemente, reflejando el hecho de que los costes financieros de la Banca están fuertemente anclados por la regulación que establece tipos legales fijos para la remuneración de impositivas a menos de un año, y de que, siguiendo la inflación internacional, los tipos de interés en el mercado eurodólar se han duplicado desde 1977, para alcanzar el 12,07 por 100 en 1979. De esta forma el diferencial para los depósitos a un año o más, que había sido de algo más de dos puntos porcentuales a favor del ahorro interno en 1977, descendió a 1,5 puntos en 1978 y pasó a ser negativo en más de medio punto en 1979.

Ahora bien; en esta comparación con el exterior es nece-

sario considerar el efecto del riesgo cambiario, porque el ahorrador que tiene la opción de mantener o colocar una parte de su ingreso en el sistema financiero exterior, tomará su decisión teniendo en cuenta este factor. Es difícil valorar con alguna precisión este riesgo, que además es de naturaleza variable. No obstante, dadas las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio de la peseta en el período considerado, se puede decir con tranquilidad que el riesgo cambiario de la peseta no ha sido inferior al 5 por 100, que es el menor premio promedio anual en la cotización a plazo del dólar, y puede haber llegado hasta el 12,5 por 100.

Es decir, aun considerando el tipo de interés pasivo más elevado pagado por la Banca a los depósitos en pesetas, no se puede decir que la remuneración al ahorro financiero español ha gozado de un diferencial favorable con respecto al exterior. Esta conclusión no cambia funda-

mentalmente al llevar el análisis del diferencial con el exterior al plano de su evolución mensual. Porque, ¿cómo fue afectado el diferencial por la tendencia observada a la apreciación de la peseta? El cuadro 4, que presenta la evolución mensual del premio o descuento anual del dólar a un mes sobre el tipo del contado, indica que, excepto en dos meses a mediados de 1979, el mercado no creyó que la apreciación de la peseta podría ser duradera.

### El coste de la financiación

Pasando al lado del coste de la financiación, el análisis se puede establecer en términos del rendimiento que obtiene la Banca por el empleo de sus recursos. El cuadro 5 permite observar una enorme dispersión en el coste de la financiación a los clientes de la Banca. Esta dispersión refleja las regulaciones oficiales que obligan a la

CUADRO N.º 4

**PREMIO (+) O DESCUENTO (-) DEL DOLAR A UN MES  
(Por ciento)**

	1977	1978	1979
Enero .....	15,60	6,66	3,75
Febrero .....	16,06	4,36	2,91
Marzo .....	15,17	4,92	1,58
Abril .....	13,95	1,80	5,24
Mayo .....	21,01	5,34	-0,62
Junio .....	23,56	5,00	-0,16
Julio .....	5,64	2,41	15,20
Agosto .....	5,91	6,88	19,61
Septiembre .....	5,05	8,34	9,45
Octubre .....	9,07	11,98	3,97
Noviembre .....	10,05	7,14	4,20
Diciembre .....	8,94	6,41	2,04
PROMEDIO ANUAL .....	12,50	5,94	5,60

Fuente: «Boletín Estadístico del Banco de España».

Banca a hacer ciertas colocaciones de baja remuneración a través de coeficientes de inversión obligatoria en depósitos en el Banco de España, en Fondos Públicos y en operaciones a favor de sectores privilegiados. Estas regulaciones atan cerca de un 25 por 100 de los recursos que —después de destinar los necesarios para el sostenimiento del activo no rentable y las relaciones intrasistema— tiene la Banca para inversión crediticia. Aun haciendo el análisis del coste del crédito en términos de inversión libre, se puede concluir que el coste real del crédito ha sido negativo hasta fines de 1979, cuando, como resultado de la mejora en el comportamiento del índice de precios y del alza en el tipo de interés cobrado por la Banca, lo que era un coste negativo de cerca del 10 por 100 en 1977 ha pasado a equilibrarse.

Sin embargo, no es inútil ver que, como consecuencia de la estabilidad en los tipos reglamentados para las operaciones especiales, el coste real del crédito para los sectores privilegiados sigue siendo fuertemente negativo ya que, habiendo sido de casi menos 14 por 100 en 1977, todavía es de casi menos 7 por 100 en 1979. Creo que tiene plena validez preguntarse qué sentido tiene, desde el punto de vista de la asignación eficiente de los recursos financieros, en orden al sano desarrollo, el otorgamiento forzoso de créditos a tipos tan claramente estimulantes para el mantenimiento de actividades económicamente no deseables o cuya deseabilidad económica, por lo menos, no ha sido sometida a la discusión pública, que es la esencia de una sociedad abierta y pluralista.

También en el coste del crédito

es necesario considerar que las cifras registradas en el cuadro 5, como rendimiento obtenido por la Banca de su inversión libre, reflejan promedios del tipo de interés cargado a distintos tipos de operaciones y a diferentes clases de clientes. El tipo de interés variará según las operaciones, de acuerdo con el destino de los recursos y los plazos de cada operación; las diferencias de tipos según las clases de clientes reflejarán distintos grados de riesgo. Así es posible que, en las operaciones de menor prioridad y mayor riesgo, el coste del crédito al usuario haya podido ascender hasta el nivel del 18 al 20 por 100 a fines de 1979, lo cual significaría que en estas operaciones el crédito habría tenido un coste real de entre 3 y 5 puntos, y que aún en estas operaciones no habría habido un diferencial favorable al exterior una vez considerado el riesgo cambiario y el hecho de que en estas operaciones el «spread» o margen en el crédito exterior habría sido superior al estimado en el cuadro 5, por tratarse de clientes de preferencia más baja.

Por lo tanto, se puede concluir que en ningún momento el coste del crédito ha sido suficiente para actuar como un factor determinante en la decisión de si acudir al financiamiento externo. No sólo el diferencial que existía en 1977 y 1978 era relativamente pequeño, sino que, si se considera el riesgo cambiario, el coste potencial del crédito externo ha sido, a lo largo del período considerado, más alto que el interior. El que se haya recurrido fuertemente a crédito externo en algunas partes de dicho período, sugiere que esta decisión se debe haber realizado en base a

CUADRO N.º 5

**COSTE DE LA FINANCIACION**

	1977	1978	1979
INVERSION OBLIGATORIA .....	5,80	6,25	6,50
Fondos Públicos .....	4,21	4,74	4,95
Operaciones especiales .....	7,30	7,74	7,95
Depósitos obligatorios .....	—	—	8,00
INVERSION EN CREDITO LIBRE .....	12,15	14,48	15,72
COSTE DE VIDA .....	24,50	19,76	15,69
COSTE REAL DEL CREDITO:			
Crédito privilegiado .....	-13,82	-10,04	- 6,69
Crédito libre .....	- 9,92	- 4,41	0,03
COSTE CREDITO EN EUROS (1).	9,18	11,99	15,32
DIFERENCIAL CON RESPECTO AL EUROS:			
Crédito libre .....	2,97	2,49	0,40

(1) Los tipos del cuadro n.º 3 con un «spread» del 3 por 100 para cubrir el margen de transformación más el riesgo de soberanía y de cliente de preferencia intermedia.

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

otros factores, tales como disponibilidad relativa de uno y otro.

El mismo tipo de análisis que se ha hecho con los costes financieros pagados y los rendimientos obtenidos por la Banca, se puede trasladar a las operaciones de las Cajas de Ahorros. Los resultados en términos de remuneración real al ahorro y diferencial con el exterior son todavía más espectaculares por cuanto el coste medio de los depósitos de las Cajas de Ahorro fue sólo del 4,13, 4,70 y 4,86 por 100 en 1977, 1978 y 1979, respectivamente. Por el lado de la financiación, el rendimiento de la cartera de créditos y préstamos, incluidas las operaciones forzosas, fue de 9,73, 10,93 y 11,81 por 100 en los mismos años.

### **Las razones de la falta de financiación a plazo**

La conclusión de los párrafos anteriores es que la regulación de intereses para imposiciones y colocaciones a menos de un año, así como los coeficientes de inversión obligatoria a baja rentabilidad, constituyen un ancla que impide que el sistema financiero español se despegue del concepto de dinero barato que, como se ha demostrado en términos reales y de diferencial con el exterior, todavía condiciona fuertemente su evolución. Esto explica, por lo menos en parte, la falta de capacidad del sistema crediticio para captar ahorro en condiciones adecuadas para, en forma voluntaria, financiar a medio y largo plazo las necesidades de inversión no protegidas por coeficientes obligatorios.

He dicho en parte porque para

que en un mercado exista financiación espontánea a medio y largo plazo se requieren tres condiciones. La primera, que haya suficiente abundancia de depósitos verdaderamente a plazo para que los intermediarios financieros puedan otorgar créditos a plazo, sin incurrir en un grado imprudente de transformación. La segunda, que existan razonables expectativas de que los prestatarios realizarán beneficios en cantidad suficiente para devolver los préstamos al término de los plazos convenidos, pues no debe olvidarse que si los préstamos a corto son meros anticipos estacionales de las ventas —que, aunque generen pérdidas, se producen—, los préstamos a medio y largo plazo son anticipos de los beneficios esperados de la inversión. La tercera condición para que pueda haber mercado de préstamos a largo plazo es que el prestamista, en la parte transformada de corto a largo, pueda esperar cubrirse, a lo largo de la operación, a un coste inferior al interés concertado para el préstamo. La incertidumbre que sobre este extremo generan las situaciones inflacionistas ha dado lugar a la aparición de los préstamos a medio plazo a interés flotante, o sea, revisable periódicamente sobre la base de un interés de referencia, independiente de la voluntad del prestamista. Creo que no resulta difícil admitir que ninguna de estas tres condiciones se da, ni medianamente, en nuestro mercado y que, por lo tanto, es lógico que no exista suficiente oferta de fondos de préstamo a medio y largo plazo. Ni hay abundancia, por el momento, de depósitos verdaderamente a plazo, ya que los ahorradores buscan posiciones prácticamente a la vista; ni las expectativas

de beneficio de los prestatarios son demasiado estimulantes; ni existe, por ahora, un interés de referencia que pueda servir para conceder créditos a medio plazo a interés flotante, aunque es posible que, con el paso del tiempo, esta figura se desarrolle y consolide en nuestro mercado.

La segunda condición expuesta demuestra que cualquier crisis del sistema financiero, y su necesaria reforma, no puede desligarse de los restantes parámetros que concurren a la definición del modelo económico y social de un país. Mientras la política en vigor, en todos sus aspectos —estabilidad, seguridad, relaciones industriales, fiscalidad, penalidad, etc.— no produzca un suficiente grado de confianza en la generación y mantenimiento de suficientemente amplios beneficios empresariales, no se producirá la decisión espontánea de invertir a plazo en el mercado interior, porque la excesiva incertidumbre sobre el futuro, junto con la alta inflación, son los dos mayores determinantes de la propensión al consumo y de la preferencia por la liquidez.

### **El coste del dinero y las inversiones**

La alusión que he hecho al «dinero barato» me obliga a profundizar un poco más sobre este concepto que, evidentemente, contrasta con la relativamente general creencia de que el dinero en nuestro país es caro e imposibilita, o por lo menos dificulta, la inversión. Se dice que, al coste actual del dinero, no hay proyecto que resista la carga financiera. Dejando aparte que esta opinión pueda ser sustentada por sectores que dis-

frutan de crédito a coste todavía inferior en 7 puntos a la inflación, centremos el análisis en el coste del crédito libre y admitamos que, para una empresa de preferencia media, puede resultar alrededor del 18 por 100. Prescindamos de que este coste significa un 1,75 por 100 en términos reales y operemos en términos monetarios.

Basándose en la actualmente baja rentabilidad contable de los fondos propios de las empresas, se dice que no es razonable que el capital de deuda pretenda mayores remuneraciones que el capital de riesgo, con todo el esfuerzo empresarial que además asumen, muchas veces, los suministradores de esta última clase de capital. La verdad es que el coste del crédito deriva, fundamentalmente, del coste de los depósitos, que, a su vez, es función del grado de inflación. Pero esta demanda de remuneración más o menos acorde con la inflación —hoy por hoy todavía negativa— no es exclusiva de los depositantes y demás suministradores de capital de deuda. Porque el hecho de que los resultados reales de los capitales de riesgo ya invertidos en empresas concretas sean frustrantes para los que hicieron la inversión, no significa que el inversor actual en títulos de renta variable no esté buscando una rentabilidad mayor. Todo lo contrario; una prueba de ello está en el descenso de las cotizaciones de las acciones de las empresas de todos los sectores que, a cambios cada vez más bajos, ofrecen rentabilidades cada vez más altas. Esta rentabilidad buscada por el inversor es, para las empresas, un claro indicador del coste de capital de riesgo. Coste que deben intentar cubrir si quieren en el

futuro obtener nuevos recursos de esta fuente de financiación. No es fácil cuantificar cuál será en la actualidad este coste del capital de riesgo, porque entre los valores que cotizan, por ejemplo, en la Bolsa de Madrid y forman parte de su índice, las discrepancias son grandes. Sin embargo, para dar, más que una cifra, un orden de magnitud, me atrevería a decir que, midiendo el coste de capital por la rentabilidad en dividendos más la progresión anual del dividendo —con abstracción de las eventuales plusvalías o minusvalías de realización—, el coste del capital de riesgo debe rondar entre el 20 y el 25 por 100, aunque dentro de estas cifras sean grandes las diferencias en la rentabilidad inmediata en dividendo, que puede ir desde el 15-16 por 100 para las eléctricas hasta el 5-6 por 100 para los bancos, pasando por 11-12 por 100 para construcción, por ejemplo. Lógicamente, el complemento hasta el 20-25 por 100 viene dado por la progresión del dividendo ajustado a las ampliaciones de capital, que también es distinto según los sectores.

Ahora bien, este coste del capital de riesgo no es comparable con el coste de la deuda que he dejado acotado en el 18 por 100, porque aquel 20-25 por 100 hay que entenderlo después del impuesto sobre el beneficio de la sociedad pagadora de los dividendos. En cambio el coste del 18 por 100 debido a la deuda constituye un gasto deducible de la base imponible. Por lo tanto, a un tipo impositivo efectivo estimado en el 30 por 100, el coste de la deuda después de impuestos resulta ser del 13 por 100 aproximadamente. Este coste del 13 por 100 para la deuda es el que habría que comparar

con el 20 ó 25 por 100 en que hemos estimado el coste del capital de riesgo. A la luz de esta comparación es probablemente más fácil enjuiciar el verdadero significado del actual coste del crédito.

Sin embargo, para acabar estas consideraciones sobre el coste del dinero, podríamos ver que, al nivel de endeudamiento medio del 60 por 100 en que actualmente deben moverse las empresas españolas, el coste ponderado del capital estaría alrededor del 17 por 100. Este sería el tipo al que habría que descontar los flujos —después de impuestos pero antes que intereses— esperados de los proyectos de inversión para decidir su aceptación o rechazo y su ordenación de mejor a peor. Me pregunto si el hecho de que no se encontraran proyectos cuya tasa interna de rentabilidad sea sólo un punto superior a la inflación tendría algo que ver con el coste del crédito suministrado por el sistema financiero. Y paralelamente, si las demandas o intentos de, por procedimientos artificiales, reducir el coste del crédito a niveles todavía más inferiores al grado de inflación, son el mejor expediente para mejorar el grado de eficiencia del sistema productivo del país.

### **El papel de la política monetaria y el tipo de cambio**

En párrafos anteriores me he referido a la medida de la eficiencia del sistema financiero, y en especial del sistema crediticio, en cuanto a su habilidad para captar recursos de los ahorradores y ponerlos a disposición de los inversionistas. Ahora bien,

la disponibilidad relativa de financiación no es sólo función de esta habilidad del sistema. El otro factor, cuya ponderación dependerá de las circunstancias, lo constituye la postura reguladora de la autoridad monetaria. En el período bajo consideración, es decir, fundamentalmente en el último trienio, dicha postura ha venido determinada por el control de la evolución de las disponibilidades líquidas como objetivo básico de la política monetaria.

En teoría monetaria, como es bien sabido, las disponibilidades líquidas de un sistema crediticio son iguales a la suma de los activos internos del sistema y de los activos internacionales. Los activos internos, a su vez, representan la financiación total a los sectores público y privado. Por su parte, los activos internacionales representan el producto de multiplicar la posición exterior en divisas por el tipo de cambio. Es decir:

$$\begin{aligned} \text{Disponibilidades líquidas} = & \\ & \text{Crédito al sector público} + \\ & \text{Financiación al sector privado} + \\ & (\text{Posición exterior en divisas} \times \\ & \text{tipo de cambio}) + \text{Resto neto.} \end{aligned}$$

Esta ecuación, que representa una simplificación del balance del sistema crediticio, tiene implicaciones muy claras. La autoridad monetaria, representada por el Banco de España, no tiene el control del crédito al sector público, el cual se considera un factor autónomo al depender de las decisiones del Gobierno y de las Cortes Generales sobre ingresos y gastos de este sector. La autoridad monetaria tampoco tiene control total sobre la evolución de la posición exterior en divisas por cuanto ésta viene determinada en gran

parte por las condiciones del entorno internacional; sí tiene control del tipo de cambio, cuya cotización, aunque en flotación, depende fundamentalmente de tres factores: la conducta de la política monetaria, la intervención del Banco de España y el sistema de control de cambios. En estas condiciones, cuando se produce una expansión del déficit del sector público que requiere un fuerte recurso al sistema crediticio, y el sector exterior arroja un fuerte superávit, al adherirse a una senda fija de crecimiento de las disponibilidades líquidas significa que el peso del ajuste hay que hacerlo recaer en la apreciación del tipo de cambio, en la restricción a la expansión del crédito al sector privado, o en una mezcla de ambas cosas. La otra alternativa consiste en tolerar un techo superior para el crecimiento de las disponibilidades líquidas. Los tres expedientes han sido utilizados en el período 1977 a 1979 y cada uno de ellos ha tenido sus efectos sobre la oferta de crédito interior al sector privado.

El recordatorio de estas ideas puede ser útil para hacer ver que tampoco puede hablarse de la eficiencia del sistema financiero, en orden a mejorarla, haciendo abstracción de las implicaciones de la política monetaria y sus instrumentos. Resulta necesario, en especial, llamar la atención sobre la interacción de las políticas monetaria y cambiaria, que parece haber sido olvidada con cierta frecuencia, quizás porque su plena utilidad sólo puede verse en el contexto de un control de los intercambios con el exterior más liberal del que actualmente existe.

## El mercado de valores

Para terminar con esta sección parece conveniente referirse brevemente al resto identificable del sistema financiero, es decir, al mercado de valores, para dejar constancia de algo bien sabido: que el mercado de valores tampoco actúa eficazmente en el trasvase de financiación desde los ahorradores privados hasta las unidades de gasto. En efecto, el «Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores» señalaba en abril de 1978 que el mercado no cuenta con redes de captación de ahorro adecuadas, en parte porque las entidades de inversión colectiva están poco desarrolladas y los Agentes Mediadores no han desarrollado vías de encauzamiento del ahorro hacia el mercado bursátil. Así es cómo el mercado de valores otorga escasa liquidez al ahorro y cómo el riesgo de las colocaciones aumenta por la insuficiente información proporcionada por las empresas y el grado relativo de exposición fiscal. Todos estos aspectos no han sido compensados por una rentabilidad adecuada, lo que hace que la compensación de la inversión bursátil venga dada principalmente por el elemento especulativo. Por el lado de los que obtienen financiación del mercado, el informe citado decía que las emisiones han estado fuertemente concentradas en los sectores de instituciones de créditos y de servicios públicos, y que menos de la mitad de las 300 primeras empresas españolas tienen sus títulos admitidos a cotización. Es más, hay sectores productivos enteros no representados o apenas representados. Además, de los títulos cotizados sólo unos pocos son objeto de contratación regular, y el mercado se-

cundario, al ser muy estrecho y poco fluido a causa de la colocación forzada de las emisiones, es incapaz de mantener la liquidez de los títulos.

### III. LOS PASOS DE LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

A partir de 1958 la economía española inició un proceso de apertura progresiva hacia el exterior. Ese proceso se observa en dos vertientes. Por una parte, la participación en el Producto Interior Bruto del total de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, que apenas alcanzaba el 10 por 100 en 1954, saltó al 19 por 100 en 1960, al 28 por 100 en 1970 y al 32 por 100 en 1977, oscilando desde entonces alrededor de este nivel. Por otro lado, tanto las importaciones como las transacciones en divisas estaban sujetas a un control casi total, control que, aunque continúa y todavía no permite la manifestación de las fuerzas del mercado en muchos de sus aspectos, ha sido significativamente reducido. A medida que la economía española se ha ido abriendo e integrando en la economía internacional, el sistema financiero español se ha visto progresivamente expuesto a las fluctuaciones y cambios que tienen lugar en el mercado monetario internacional, lo cual se manifiesta tanto a través de la financiación de las corrientes de comercio como, más directamente, a través de la cuenta de capital de la balanza de pagos. Los efectos de estas fluctuaciones externas en la conducción de la política monetaria han traído como colateral la necesidad de liberalizar

la actuación del sistema financiero para que éste pueda adaptar su desarrollo a la evolución del mercado monetario internacional.

#### La reforma llevada a cabo

La apertura del sistema financiero español, empezada en 1974 y continuada en 1977, se ha concretado, hasta la fecha, en la liberalización del tipo de interés para operaciones a plazo mayor de un año; la liberalización y relativa equiparación de las normas para creación y expansión de la Banca y las Cajas de Ahorro; la eliminación de características operativas diferenciales entre instituciones bancarias, dejando su posible especialización a la vocación de cada entidad; la autorización a las Cajas de Ahorro para efectuar toda clase de operaciones bancarias; la generalización de los coeficientes de garantía, caja e inversión; la ampliación del ámbito de actuación de las Cooperativas y Cajas Rurales de Crédito; el ensanchamiento del estatuto de las Sociedades de financiación; la regulación de la entrada de la Banca extranjera; la remisión a las Cortes de un proyecto de Ley, que entre otras cosas relacionadas con el mercado hipotecario, prevé la creación de sociedades específicas para la emisión de Bonos Hipotecarios; y la admisión al mercado monetario de las Cajas y Cooperativas de Crédito, de las Compañías de Seguros, de las Entidades de Capitalización y de las Sociedades de Cartera y Fondos de Inversión, al tiempo que se agilizaba el funcionamiento de este mercado perfeccionando los instrumentos de inyección y drenaje de fondos, consistentes en la adjudicación de

créditos de apoyo a corto plazo mediante subasta y la colocación en mercado abierto de Bonos del Tesoro y Certificados de Depósito del Banco de España.

Además, en el área de los tipos de interés se han tomado otras acciones que tienden a aproximarlos hacia los prevalentes en el mercado. Estas acciones consistieron en la elevación del tipo de interés básico; la revisión y homogeneización de los tipos de interés de las inversiones especiales de la Banca y de las Cajas, así como los del Crédito Oficial; la elevación de los tipos de interés de las cédulas para inversiones y de las obligaciones computables en el coeficiente de Fondos Públicos de las Cajas. Finalmente, en esta misma área, el Estado y las Entidades Oficiales de Crédito han iniciado la emisión de Deuda Pública a plazos cada vez más cortos y tipos de interés más relacionados con el mercado.

En el campo operativo se ha reducido el coeficiente de Fondos Públicos de las Cajas de Ahorro y se ha producido una disminución sustancial en el coeficiente de créditos especiales de estas entidades. En la Banca se ha programado una reducción del coeficiente de inversión obligatoria, aunque, posteriormente, la velocidad de reducción ha sido sensiblemente disminuida. Finalmente, para atender las situaciones críticas que pudieran atravesar las entidades de crédito, en las nuevas condiciones de aproximación de mercado establecidas por la reforma, se crearon los Fondos de Garantía de los Depósitos para Bancos y Cajas, el primero de los cuales ha sido ampliado y perfeccionado recientemente. Como instru-

mento específico para la gestión de Bancos en dificultad, se creó la Corporación Bancaria. Asimismo se han ampliado las facultades de supervisión del Banco de España.

### **El Programa Económico del Gobierno**

Además de estas medidas, el Programa Económico del Gobierno, aprobado en el verano de 1979, diseñaba la continuación de la reforma del sistema financiero a lo largo de las siguientes líneas:

1. Se buscará lograr una mayor competencia entre las entidades financieras para conseguir un sistema más flexible y eficaz, que sea capaz de reducir los costes financieros que inciden sobre las empresas, reduciendo los costes de intermediación, estableciendo una tarificación de los servicios prestados, y remunerando con tipos de interés más próximos a los del mercado las inversiones obligatorias de los intermediarios financieros.
2. Al menos la tercera parte de los recursos para financiar las operaciones de las Entidades Oficiales de Crédito deberán ser captados en el mercado, se les dará acceso a los créditos de regulación monetaria y se asimilarán sus operaciones activas a las de la Banca.
3. Se desarrollará la normativa de las Cajas de Ahorro, las cuales prestarán atención prioritaria a la financiación de la pequeña y mediana empresa, a la del comprador para la adquisición de la vivienda propia, a la de los sectores

agrícola y pesquero, y a la de las actividades que estimulen la creación de empleo en el ámbito territorial en que operen.

4. Se desarrollará el mercado hipotecario mediante la emisión de cédulas, bonos y participaciones en condiciones susceptibles de generar un mercado secundario fluido.
5. Se llevará a cabo la reforma del Mercado de Valores, de las Bolsas de Comercio, del sistema de liquidación y compensación, se fomentará la intermediación en el mercado de renta fija y se regularán las operaciones a plazo.
6. Se establecerá un nuevo régimen de las instituciones de inversión colectiva.

En resumen, la reforma del sistema financiero realizada hasta la fecha y programada para el futuro tiende a introducir elementos de mercado en las operaciones del sistema por tres vías: 1) acercar los tipos de interés, es decir, los precios del dinero, a los que prevalecen en el mercado; 2) reducir la influencia de los trasvases de recursos por medio de coeficientes, vía reducción de los mismos y mejor remuneración de los recursos manipulados, y 3) abrir el mercado a una mayor competencia.

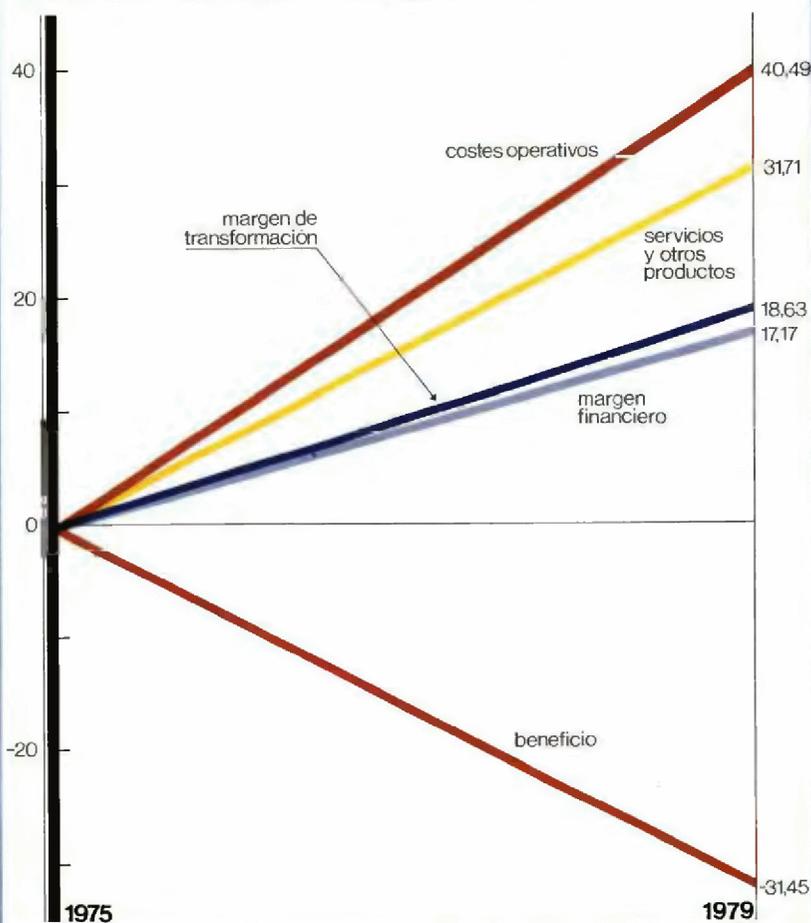
### **La competencia y el margen de intermediación**

En relación con este último propósito, conviene hacer alguna observación. Los autores de los planes de reforma del sistema financiero suponen que la mayor competencia engendrará mayor eficacia y que la mayor eficacia

se traducirá en menores costes de intermediación. Es cierto, en principio, que la competencia genera eficacia, pero en el caso del sistema financiero español no es tan seguro que a través de una mayor eficacia se logre una reducción significativa del margen de intermediación que sirva para abaratar en forma sustancial el coste del crédito, que parece ser el destino a que quieren llegar los reformadores.

En efecto, el margen de transformación se compone de los costes operativos y del beneficio. La competencia puede actuar sobre el margen de transformación de dos formas: recorriendo el beneficio o provocando la reducción de los costes operativos. La experiencia habida desde que, en 1974, empezó la liberalización del sistema bancario nos dice que, por lo que respecta a la Banca, se ha reducido efectivamente el beneficio porcentual, pero que los gastos operativos han aumentado porcentualmente en mayor grado; de forma que el margen de transformación ha aumentado. En efecto, en el cuadro 6 se ve que, en porcentaje de los activos totales medios, el beneficio ha pasado del 1,24 en 1975 al 0,85 en 1979, lo que supone una caída del 31,45 por 100. Los costes operativos, por su parte, han crecido desde el 2,84 en 1975 al 3,99 en 1979, es decir, han tenido un aumento del 40,49 por 100. El resultado es que el margen de transformación ha pasado del 4,08 en 1975 al 4,84 en 1979, con un aumento sólo del 18,63 por 100 por haber quedado absorbido por la reducción del beneficio una parte del aumento de los costes. Es decir, que, en el período cubierto por los cinco años analizados, la Banca no ha podido trasladar

**GRAFICO 1.  
MARGENES, COSTES Y BENEFICIOS  
DE LA BANCA EN PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS  
MEDIOS TOTALES (Variación 1975-1979)**



—probablemente por razón de la mayor competencia— la totalidad del aumento de costes y ha tenido que absorber una parte del mismo reduciendo el beneficio. Sin embargo, el nivel tan exiguo a que éste ha quedado no permite suponer, ni desear, que por esta línea se produzcan nuevos efectos reductores sobre el margen de transformación.

Ahora bien, el margen de transformación se compone del margen financiero —diferencia entre rendimientos y costes financieros— y del margen derivado de la prestación de servicios y de otros resultados varios. En el mismo cuadro 6 se ve que la participación de esta última componente ha sido oscilante puesto que, habiendo descendido desde 0,41 por 100 en 1975 hasta el mínimo de 0,25 por 100 en 1977, se ha recuperado a partir de esta fecha para alzar el 0,54 por 100 en 1979. Esta evolución hace que el aumento de 0,76 puntos en el margen de transformación, se transforme en un aumento de sólo 0,63 puntos en el margen financiero gracias al aumento de 0,13 puntos en el margen de

**CUADRO N.º 6**

**MARGENES, COSTES Y BENEFICIOS DE LA BANCA EN PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS MEDIOS TOTALES**

	1975	1976	1977	1978	1979	VARIACION 1975-1979	
						Puntos	%
MARGEN FINANCIERO .....	3,67	3,81	4,13	4,35	4,30	+0,63	+17,17
SERVICIOS Y OTROS PRODUCTOS .....	0,41	0,38	0,25	0,30	0,54	+0,13	+31,71
MARGEN DE TRANSFORMACION .....	4,08	4,19	4,38	4,65	4,84	+0,76	+18,63
COSTES OPERATIVOS .....	2,84	3,00	3,37	3,80	3,99	+1,15	+40,49
BENEFICIO .....	1,24	1,19	1,01	0,85	0,85	-0,39	-31,45

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

otros productos. Esta consideración es particularmente importante en orden a evaluar la diferencia que necesariamente debe tomar la Banca entre el coste de los recursos utilizados y el rendimiento de sus empleos. Concretamente, entre 1978 y 1979, el margen financiero no sólo ha aumentado sino que se ha reducido en 0,05 puntos gracias a una mayor contribución de los otros productos.

Creo que esta última observación es importante para señalar una de las líneas por las que debe ir la reforma pendiente del sistema financiero. Esta línea es la reasignación de los costes de los servicios hacia los beneficiarios de los mismos, para descargar de estos costes a los usuarios del crédito que son los que ahora los soportan. Es decir, hacer lo necesario para que la cuenta de resultados de la Banca evolucione en el sentido de aproximarse a la de otros países, en los que el peso de los productos por prestación de servicios tiene mayor importancia, a fin de no hacer descansar tanto los resultados en el arbitraje de intereses.

Volviendo al tema central de esta sección, las preguntas que cabe formular y que, de hecho, se formulan amplios sectores de la sociedad son, en primer lugar, si las líneas de la reforma emprendida son las adecuadas y, como consecuencia de la respuesta, si hay que parar o reducir el ritmo de la reforma o, por el contrario, continuarla e, incluso, acelerarla, señalando en su caso las prioridades en la acción a emprender. Todo ello puede ser objeto de la sección siguiente.

#### IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES DE REFORMA

Las consideraciones y análisis presentados en las secciones anteriores indican que el sistema financiero español es incapaz de remunerar adecuadamente el ahorro financiero en términos reales. Este hecho no es privativo de nuestro sistema ya que se trata de un fenómeno general en periodos de inflación y, por lo tanto, considerado en sí mismo, no permite sacar conclusiones radicales. Sin embargo, el hecho adquiere mayor significación si se contempla conjuntamente con la evolución del diferencial existente entre la remuneración interna del ahorro y los tipos que prevalecen en el exterior, debidamente matizado con el riesgo estimado sobre el tipo de cambio futuro de la peseta. Consideradas las cosas de esta forma, parece claro que existe una deficiencia básica en la captación de ahorro financiero, y que, al coexistir esta característica con una baja autofinanciación, la parte del ingreso nacional no canalizada en forma de ahorro financiero a través del sistema se destinará a consumo suntuario o se escurrirá al exterior. El grado en que se produzca este trasvase al exterior dependerá del nivel del tipo de cambio y de las condiciones del mercado internacional del dinero. Un tipo de cambio sobreevaluado actuará como un incentivo para que el ahorro financiero se coloque fuera del país, puesto que la baja remuneración al ahorro interior se unirá al riesgo cambiario para favorecer la salida del ahorro y la sustitución de fuentes de financiación externas por interiores. Lo contrario ocurrirá con un tipo de cambio

infravalorado. Por otra parte, la creciente apertura de la economía y la inflexibilidad de los tipos de interés internos traen como consecuencia que el sistema financiero interior esté expuesto en alto grado a los cambios en el mercado internacional del dinero.

La deficiencia del sistema financiero en términos de su capacidad para remunerar adecuadamente al ahorro financiero se manifiesta también en una alta preferencia por la liquidez, es decir, en la prácticamente no existencia de ahorro financiero colocado genuinamente a plazo. Esto significa que la capacidad del sistema financiero para transformar vencimientos y producir una oferta de financiación a largo plazo es correspondientemente baja. Esta característica, unida a la estrechez de los mercados secundarios que deberían dar liquidez a los activos financieros, se traduce en que el sistema financiero no está en posición de apoyar adecuadamente el proceso de formación de capital. Además, la disponibilidad de recursos para apoyar este proceso de inversión se ha manifestado en forma altamente discontinua en función más de la postura reguladora de la autoridad monetaria, que de la abundancia o escasez de ahorro y de la habilidad del sistema financiero para captarlo.

Las características anteriores han producido la necesidad de recurrir al trasvase forzoso de recursos por medio de la aplicación de coeficientes y la creación de circuitos privilegiados para poder apoyar un desarrollo normal de ciertas actividades. Aun cuando el peso de estos coeficientes y circuitos tiende a disminuir lentamente, su importancia combinada con la baja re-

muneración de las colocaciones, todavía es fuertemente distorsionante.

### **Las tres deficiencias del sistema financiero español**

En resumen, la actuación del sistema financiero muestra deficiencias importantes en los tres aspectos básicos de remuneración al ahorro, transformación de vencimientos y capacidad de mantener una oferta de recursos adecuada y estable. En estas condiciones el sistema financiero español no puede alcanzar su potencial contribución al proceso de desarrollo económico y generación de empleo. Por consiguiente la reforma que se ha realizado hasta la fecha, si bien actuó en la dirección correcta de introducir un grado creciente de libertad y flexibilidad en el sistema financiero, debe ser calificada de insuficiente. En realidad, habría que agregar que también está incompleta por cuanto las actuaciones previstas en los Pactos de la Moncloa y en el Programa Económico del Gobierno, que continuaban en la dirección de acercar el precio del dinero a las condiciones prevalecientes en el mercado y de aumentar la competencia, no se han llevado a la práctica. Pero, aún si se hubieran empezado a aplicar se podría decir que, la enorme brecha existente entre las características operativas impuestas al sistema financiero español y las que debería tener idealmente este sistema, implica que el tiempo necesario para cubrirla sin excesivos traumas es necesariamente largo y, por lo tanto, todo retraso innecesario resulta perjudicial.

### **Las líneas para la continuación de la reforma**

En definitiva, si se desea que el sistema financiero español pueda no sólo apoyar adecuadamente el proceso de desarrollo económico y de formación de capital sino también contribuir a intensificarlo hasta alcanzar su máximo potencial, se necesita una política de tipos de interés mucho más flexible —idealmente totalmente libre—, de manera que el sistema pueda reaccionar con agilidad a las condiciones de mercado y que, además, esta política de tipos de interés esté apoyada por una política cambiaria realista. Es razonable aceptar que este ideal no se puede alcanzar de momento; pero, en todo caso, habría que llevar la libertad de intereses a operaciones de plazo mucho más breve que el año ahora fijado. Teniendo en cuenta la alta preferencia por la liquidez y las condiciones actuales del mercado, parecería adecuado liberar los tipos de interés para operaciones activas y pasivas de plazo superior a tres o, como máximo, seis meses.

Como corolario habría que acelerar la reducción de los coeficientes de inversión obligatoria o, alternativamente, remunerar las colocaciones de los recursos trasvasados administrativamente a tipos relacionados con el mercado. Mantener la situación actual en lo relativo a coeficientes, con una mayor liberalización del tipo de interés, implicaría que, en una elevación global del mismo, los usuarios del crédito otorgado en la ventanilla de inversión libre tendrían que pagar la diferencia. Para evitar esta distorsión y al mismo tiempo quebrantos notables en ciertos sectores, es

admisible pensar que la reducción de coeficientes o el aumento de sus remuneraciones tendría que ir acompañada, por lo menos en el caso de algunos beneficiarios de los circuitos privilegiados, de la asunción por el Presupuesto del Estado del subsidio, es decir, la diferencia entre el tipo de mercado y el tipo preferente para estos beneficiarios que el mismo Presupuesto determine.

Las consideraciones anteriores conllevan la idea de que una mayor liberalización del sistema financiero, en condiciones de inflación y coste exterior del dinero como las descritas en este artículo, significaría un encarecimiento del mismo en el mercado interno. Parecería, sin embargo, que este resultado podría ser congruente con la conducción de una política monetaria más flexible y más capaz de contribuir al mantenimiento de una oferta de recursos financieros estable. Teniendo en cuenta la experiencia reciente, se podría concluir que el encarecimiento que pudiera resultar de seguir al mercado —que, por otra parte, no es inconsistente con la atención preferente de situaciones especiales— no es peor que el encarecimiento que resulta de la falta de disponibilidad de financiación, que en el extremo significa que el precio del dinero se eleva al infinito, ni que el que surge de un sistema de racionamiento de recursos escasos con una distribución administrativa en favor de ciertos sectores, que siempre quiere decir el encarecimiento del crédito para otros.

## BIBLIOGRAFIA

ALVAREZ RENDUELES, José Ramón: *Consideraciones sobre la Evolución de la Política Monetaria*. Conferencia pronunciada en las VII Jornadas de Mercado Monetario, INTERMONEY.

BANCO DE ESPAÑA: Boletines Económicos y Estadísticos. Varios números.

BANK OF ENGLAND: *An Introduction to Flow of Funds Accounting 1952-70*. August 1972.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: *The Monetary Theory of the Balance of Payments* (IMF, Washington D.C., 1978).

GIL, Gonzalo: *Política monetaria y sistema financiero*. Banco de España.

GOLDSMITH, Raymond: *Financial Structure and Development* (Yale University Press, New Haven, 1969).

GUIZIAN, MANUEL: *Credit versus Money as an Instrument of Control* («International Monetary Fund, Staff Papers». Nov. 1973).

GURLEY, John G., and SHAW, Edwards: *Money in a Theory of Finance* (Brookings Institution, Washington D.C., 1970).

JOHNSON, Harry G.: *The Monetary Approach to Balance of Payments Theory, Readings in British Monetary Economics* (Oxford, 1972).

MACKINON, Ronald I.: *Money and Capital in Economic Development* (Brookings Institution, Washington D.C., 1973).

MATHIESON, Donal J.: *Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy*. Departmental Memoranda series n.º DM/78/19 (International Monetary Fund, 1978).

— *Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy*. Departmental Memoranda series n.º DM/79/11 (International Monetary Fund, 1979).

MINISTERIO DE ECONOMÍA: *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores*. Abril de 1978.

— *Programa de Saneamiento y Reforma Económica*. Noviembre de 1977.

— *Programa a Medio Plazo para la Economía Española*. Agosto de 1979.

MUNDELL, Robert A.: *Monetary Theory: Inflation, Interest and Growth in the World Economy* (Pacific Palisades, California, 1971).

OLARRA JIMENEZ, José Manuel: *Medidas de Política Monetaria adoptadas en el período 1957-1976* (Banco de España).

ROJO, Luis Angel: *El papel de la base en el control monetario (Multicopista)*.

— y GIL, Gonzalo: *España y la CEE: Aspectos monetarios y financieros* (Banco de España).

SHAW, Edward S.: *Financial Deepening in Economic Development* (Oxford University Press, 1973).

THORN, Richard S.: *Monetary Theory and Policy: Major Contributions to Contemporary Thought* (Random House, N.Y., 1966).