

# EL SISTEMA FINANCIERO Y LA CRISIS DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

El análisis de las interdependencias entre el sector real y el sector financiero de nuestra economía desde el comienzo de la crisis actual es el objetivo del siguiente trabajo escrito por **Antonio Torrero Mañas**. El punto de enlace entre ambos sectores viene dado, fundamentalmente, por el tipo de interés real cuyas elevaciones han afectado muy claramente al sector real de la economía y a los propios mecanismos de financiación (Bolsa). Causa dominante de esta elevación del interés real es el aumento de los costes de intermediación de las instituciones financieras, dentro de los cuales la excesiva expansión de oficinas bancarias derivada de su liberalización en 1974 desempeña un papel muy destacado. El crecimiento del interés real impuesto por la peculiar estructura del sistema financiero figura entre las causas explicativas de la actual situación económica.

## INTRODUCCION

**E**N los últimos tiempos se han hecho algunas referencias al Sistema Financiero en los análisis sobre la situación económica española, pero creo que no se ha escrito ni polemizado lo suficiente dada la trascendencia del tema. Los estudios que se realizan sobre el Sistema Financiero se centran, en general, en una determinada institución, pero sin considerar la problemática conjunta de las entidades que lo integran ni hacer alusión a las relaciones del Sistema Financiero con los sectores, digamos en vez de productivos, reales de nuestra economía.

El objetivo de este trabajo es ofrecer una serie de reflexiones sobre la incidencia del funcionamiento del Sistema Financiero en la Economía Española; el hilo

conductor de la exposición será el análisis de las razones que han impulsado el alza del tipo de interés real y los efectos que esto ha producido y es previsible que produzca, en el propio sector financiero y en el sector real. Las dificultades son importantes por la falta de datos estadísticos y, aunque trataré de probar las afirmaciones con apoyo de cifras, en ocasiones esto no será posible, sobre todo en relación a la situación y comportamiento de las empresas no financieras, donde el nivel de información existente, para conectar su problemática con la de las instituciones financieras, es prácticamente nulo. El orden de la exposición será destacar la trascendencia de la elevación del tipo de interés real, considerar los cambios fundamentales que se han producido en el Sistema Financiero en el período 1974-1979, examinar la situación de las instituciones claves y sus

perspectivas y, por último, hacer unas consideraciones finales sobre las consecuencias de las medidas liberalizadoras.

## LA ELEVACION DEL TIPO DE INTERES REAL

Creo que una de las modificaciones más importantes que se han producido en los últimos años en nuestro sistema económico es la elevación del tipo de interés real y, sin embargo, son muy escasos los estudios realizados sobre las razones que lo han generado y las consecuencias económicas que ha provocado. Esto no debe extrañar demasiado si se considera la poca información disponible pero, a pesar de ello, los datos existentes dan idea de la situación, al menos en términos globales.

La evolución del tipo de interés de la renta fija ofrece una primera aproximación. Según datos de la Dirección General de Política Financiera, el interés neto que proporcionaban al inversor las emisiones realizadas en 1974, era del 7,95 por 100 que pasa a ser, en 1978, del 11,98 por 100. En el año 1979 las empresas de Servicios Públicos (Eléctricas y Teléfonos fundamentalmente) emitieron al 12,65 por 100 neto y las escasas Empresas Industriales que tuvieron opción a colocar sus emisiones en el mercado libre lo hicieron al 13,50 por 100 neto para el comprador. En cuanto a la Banca, según datos del Banco de España, el coste de los recursos ajenos ha aumentado del 3,53 por 100 en 1976 al 6,60 por 100 en 1979. Hay que advertir que la progresión del tipo de interés de las operaciones pasivas de la Banca, recoge un desplazamiento de los Depósitos

a la vista hasta los de plazo y ahorro de mayor rentabilidad.

En cuanto a los tipos de las operaciones activas libres del Sistema Bancario la progresión ha sido considerable. La única entidad que publica datos al respecto, convenientemente clasificados, es el Banco Popular y la evolución de los últimos cinco años ha sido la siguiente: en 1975, el tipo medio de las operaciones de descuento era del 10,41 y en créditos el 12,92 por 100, porcentajes que han pasado a ser en 1979 el 16,28 y 19,07 por 100 respectivamente. Estos datos no recogen totalmente la realidad del coste del crédito, porque habría que considerar el cobro de servicios, asociado, en buena medida, aunque esto sea discutible, a las operaciones normales de activo y, muy especialmente, a las operaciones de descuento. Como los ingresos bancarios por el concepto Servicios en relación a los recursos empleados se han duplicado prácticamente entre 1975 y 1979, el alza del coste real de los créditos y descuentos para los utilizados ha sido mayor del que muestran las cifras expuestas, aunque no sea posible, con la información disponible, un cálculo preciso.

Aunque los datos expuestos no son lo completos que fuera deseable, muestran de forma inequívoca la progresión de los tipos de interés en nuestro mercado. Para poder realizar un estudio detallado de la elevación del tipo de interés en el Sistema Crediticio, y estar en condiciones de formular juicios sobre los efectos de la asignación de los recursos, sería preciso conocer la cuantía de los créditos y las condiciones de interés a plazo con que se concertan las operaciones respecto a: 1) los secto-

res económicos; 2) empresas según dimensión; 3) localización espacial, y 4) empresas participadas. Como es sobradamente conocido, esta información no está disponible.

Si centramos la atención en los prestatarios, el panorama es aún más desolador; sólo se conocen las cifras contables de las grandes empresas y éstas plantean serios problemas porque, o no ofrecen información sobre costes financieros, o la que presentan permite escasas posibilidades de análisis ya que no se especifican los criterios contables utilizados.

Pese a la escasa e inapropiada información se impone un hecho evidente: el alza del tipo de interés real ha sido un factor negativo que ha coadyuvado a debilitar las cuentas de resultados de las empresas españolas y no puede causar sorpresa que, cuando se especifican los problemas de las empresas en crisis, surja como uno de los motivos a los que regularmente se alude el alza de los costes financieros (1).

Antes de seguir adelante quisiera precisar una cuestión que me parece muy importante; se dice que el fenómeno del alza del coste de los créditos se produce a nivel internacional y esto es cierto. Los efectos sobre la economía española son, sin embargo, mucho más acusados que en los países industriales más desarrollados por dos motivos básicos: en primer lugar, el nivel de endeudamiento de la empresa española es muy superior en términos relativos, por lo que estos efectos aparecen multiplicados; en segundo término, los beneficios de la empresa industrial española son mucho más reducidos. En nuestro país, con una atonía inversora consecuencia de las débiles expectativas,

el empresario industrial encuentra que difícilmente podrían igualar los rendimientos de sus posibles inversiones reales los que puede obtener, con riesgo reducido o nulo, si emplea sus recursos en activos financieros. Hay que considerar que ningún sector industrial español obtiene de sus capitales propios rentabilidades equiparables a las que puede conseguir mediante las emisiones públicas u otros activos financieros privados. Dicho de otra forma, la elevación del coste de los recursos financieros, y su incidencia en el proceso inversor, hay que situarlos en relación a las expectativas de beneficio de las inversiones reales y a las rentabilidades que brinden inversiones alternativas. Esto, que puede parecer obvio, se olvida frecuentemente y se exige del empresario que sea un «animal spirits» inversor y racional. Me temo que ambos calificativos pueden ser, en muchos casos, contradictorios en la situación actual de la economía española. Cuando se habla de huelga de inversiones, o de perjudicar el régimen democrático, habría que considerar esta situación objetiva.

Otro tema sobre el que merece la pena meditar es la relación entre el tipo de interés y la tasa de inflación; se admite, sin demasiadas matizaciones, que están estrechamente correlacionados y que la inflación es la causa de las elevaciones del tipo de interés. La explicación se establece por las respuestas de oferentes y demandantes de fondos prestables, ante un incremento de las presiones inflacionistas. Por la vía de la oferta, el razonamiento básico es que las tensiones inflacionistas provocan mayores requerimientos de rentabilidad de los ahorradores y este encarecimiento se transmite a los

utilizadores del crédito. Por parte de la demanda, lo que se supone es que en un clima inflacionista las posibilidades de obtener beneficios por los empresarios, junto al incentivo de las revalorizaciones de activo, hace que la demanda de crédito se acentúe, elevándose el coste del mismo. El hecho de que se moderen las tensiones inflacionistas y que, pese a ello, se incremente el tipo de interés, no amilana a los que admiten la total correlación entre ambas variables. Ante esa evidencia, que es el caso de la economía española en los últimos años, se responde que las expectativas inflacionistas están profundamente arraigadas y que, por tanto, los ahorradores no rebajan sus pretensiones.

Centrándonos en la realidad, los requerimientos de los ahorradores se cumplirán, o no, dependiendo de sus posibilidades de presión y esto, a su vez, está en función del grado de competencia en la captación de recursos en el Sistema Crediticio, de las oportunidades alternativas que brinden otros activos y de la elasticidad de la demanda de crédito respecto al coste. Si la demanda de fondos prestables, para un determinado nivel de actividad, es rígida respecto al precio, la remuneración del ahorro viene fijada, fundamentalmente, por el nivel de competencia interna para canalizar recursos de los intermediarios financieros, y el coste del crédito asignado vendrá determinado por la remuneración de los recursos ajenos y el coste de intermediación. Si el coste de intermediación se elevara y existiera una fuerte competencia interna por la canalización de recursos, se facilitaría el alza de la remuneración del ahorro e impulsaría, por la doble vía de ma-

yor remuneración al ahorro y el superior coste de intermediación, el alza del crédito.

El esquema esbozado recoge, básicamente, lo que, en mi opinión, ha sucedido en nuestro país en los últimos años; la responsabilidad del alza del coste del crédito es imputable, en partes aproximadamente iguales, a la mayor remuneración del ahorro y al incremento de los costes de intermediación (2).

En cuanto a la estrecha conexión que se admite entre la tasa de inflación y el tipo de interés por la vía de la demanda, el supuesto básico es que los empresarios solicitarán recursos si el coste de los mismos es inferior a la tasa de inflación, porque los beneficios esperados y la revalorización de activos en un clima inflacionista les compensarán (3). Resulta claro que esto no responde a la realidad de los últimos años en nuestro país, ya que en numerosos sectores, se ha producido junto al incremento de la inflación, un descenso de la rentabilidad de las empresas, pese a lo cual se ha mantenido la demanda de un crédito cada vez más encarecido. En mi opinión, la rigidez de la demanda de crédito en estas condiciones, hay que explicarla por la absoluta dependencia de la empresa española de la financiación externa y esto da lugar a que el objetivo prioritario, para poder subsistir, sea la consecución de crédito con independencia del coste. Otra cuestión es si el encarecimiento de los recursos condiciona la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Esta dependencia de la financiación externa, junto a la mayor necesidad de recursos financieros para un mismo nivel de actividad, producida por la necesidad de financiación del

circulante creciente consecuencia del alargamiento del período de tiempo en la liquidación de operaciones explica, en mi opinión, la resistencia a la baja de la demanda de crédito en un marco de atonía inversora. En síntesis, una cosa es pagar cualquier precio para subsistir y otra, muy distinta, demandar recursos, en las condiciones de coste actuales, para llevar a cabo nuevas inversiones.

En conclusión, en los últimos años creo que ha sido el alza del tipo de interés real, gestado en buena parte en la problemática interna del Sistema Financiero, el que ha coadyuvado en el incremento de las presiones inflacionistas; esta interpretación me parece más realista que admitir la determinación del tipo de interés como consecuencia obligada de la inflación.

Este trabajo se centra sobre el Sistema Financiero pero, como es obvio, la variable inversión no depende solamente del coste de los recursos, sino de la relación de éste con las expectativas empresariales y, en la conformación de las mismas, intervienen factores fundamentales como la propia situación internacional, el marco de las relaciones laborales y la decreciente competitividad de la industria española. Resulta claro, por tanto, que no se pretende explicar la atonía inversora en base al encarecimiento del crédito, pero dudo del realismo de cualquier interpretación que prescindiera por completo de la consideración de esta variable.

## **SECTOR FINANCIERO vs. SECTOR REAL**

En el período más reciente de crecimiento económico español

(1960-1974) las relaciones entre el Sector Financiero y el Real eran relativamente estables. El funcionamiento de estas relaciones tenía como soportes básicos:

- Orientación del Sistema Financiero en favor del Sector Empresarial y en perjuicio del ahorrador, lo que era tolerable por la progresión de rentas y las moderadas tasas de inflación.
- Dependencia empresarial de la financiación externa agravada por el elevado ritmo de crecimiento económico. Conviene tener en cuenta que la tasa de autofinanciación no sólo depende de los beneficios retenidos, sino de los nuevos proyectos de inversión, y las expectativas eran favorables en un marco de fuerte crecimiento.
- Práctica garantía de resultados positivos en las entidades del Sistema Crediticio, con independencia del tamaño o de la vocación específica (comercial o industrial) de las mismas. En el período 1960-1974 no existían problemas para obtener beneficios saneados. Recuérdense las numerosas solicitudes de nuevos bancos en 1974 y 1975, que no hacían sino reflejar la convicción de que los beneficios estaban garantizados en el Sector.
- Docilidad laboral y a bajo coste con lo que, a las entidades financieras, no les preocupaba excesivamente la expansión del número de empleados.
- Bolsa activa y alcista. En estos años, sobre todo en el período 1967-1974, no había preocupación por la Reforma del Mercado ni necesidad de

creación de ninguna Comisión a estos efectos. La legislación sobre entidades de inversión colectiva había sido el fulminante de unas condiciones objetivas favorables.

- Crédito oficial en franco retroceso después de la experiencia MATESA que había mostrado, al parecer, la superioridad de la iniciativa privada sobre la «peculiar» empresa pública en el Sector del Crédito.
- El sector fundamental en la Bolsa era el Bancario que, en el período de crecimiento de la economía española, consolida plenamente su preponderancia. El mecanismo de las ampliaciones de capital y la exención de los derechos de suscripción a efectos del impuesto sobre la renta, constituyeron la palanca que permitió una elevada valoración por el mercado de beneficios empresariales saneados.
- Preferencia de la Banca por la configuración mixta. Bien es cierto que a lo largo de la década de los sesenta fueron aligerando lastre en los sectores básicos y centrando su interés en los más dinámicos, pero sin reclamar, como hace en la actualidad el grupo más progresista de banqueros, que su papel es ser intermediarios financieros puros.
- Completa docilidad de las Cajas. Los economistas planteaban que se estaba produciendo un trasvase de recursos que aceleraba la desigualdad por espacios geográficos, pero no estaba desarrollada una conciencia regional ni tenían fuerza los movimientos autonómicos.
- Papel destacado de los lla-

mados «circuitos privilegiados de crédito» que constituyeron una parte importante de la financiación de una serie de sectores básicos que en la actualidad se encuentran en crisis.

Las relaciones entre el Sector Real y el Financiero no ofrecían demasiados problemas en una etapa de fuerte crecimiento. Lo que interesaba al Sector Empresarial no financiero era participar en el mismo sin preocuparse demasiado del tributo que había de pagar al financiero que, por otra parte, se mantenía en cotas tolerables. La tarta era suficientemente grande. El principal motivo de alarma eran las épocas de «stop» cuando los responsables de la política económica consideraban que la economía se «recalentaba» demasiado, y el toque de aviso de la Balanza de Pagos, aconsejaba «desacelerar» el crecimiento de las variables monetarias.

La situación no presentaba conflicto agudo de intereses entre ambos sectores y, los que hubiera latentes, se mantenían larvados por el crecimiento económico. A partir de 1975 se produce una fuerte expansión del Sector Financiero, fundamentalmente protagonizada por la Banca privada y al mismo tiempo el Sector Real se debilita como consecuencia de la crisis económica y, en alguna medida, por la propia expansión del Sector Financiero. La situación anterior de unas monturas (Sector Real) capaces de mantener unos jinetes no demasiado expertos pero que no resultaban insoportables, comienza a cambiar. Las monturas se van debilitando, los campos para cabalgar se estrechan, los jinetes han ganado peso, no han perfeccionado la monta pe-

ro pretenden sostener la misma velocidad. La consecuencia de este proceso es clara: las monturas no pueden sostener la misma velocidad y, dependiendo de su fortaleza, van cayendo, siendo cada vez un número menor los que soportan la situación.

La situación actual ha cambiado sensiblemente respecto a la etapa que finaliza en 1974. Los aspectos más destacables son, en mi opinión, los siguientes:

- Los ahorradores, en conjunto, han mejorado su rentabilidad pero están lejos de cubrirse del impacto inflacionista.
- En las empresas no financieras, que siguen manteniendo la fuerte dependencia de la financiación externa, se han incrementado los costes financieros, lo que unido al deterioro de las expectativas, consecuencia de la crisis internacional y de forma específica a la falta de horizontes de la Economía española, da lugar a que soporten el endeudamiento imprescindible para mantener el nivel de actividad, pero sin aventurarse en nuevas inversiones.
- La garantía respecto a los resultados de las entidades del Sistema Crediticio ha dejado de existir. Si antes todo iba bien, ahora la situación actual cubre un amplio espectro que va desde posiciones saneadas a otras que, de no ser por el generoso apoyo del Banco de España hubieran cerrado sus puertas.
- Las Cajas van perdiendo su docilidad y miran con crecientes reparos cualquier orientación centralista. La mayor conciencia regional hace que

se ponga en tela de juicio la asignación interregional.

- La Bolsa ha perdido la mayor parte de su protagonismo ante la baja casi ininterrumpida de las cotizaciones desde abril de 1974. En la actualidad los aspectos técnicos no interesan; la convención, profundamente arraigada por años de baja, es que no vender a cualquier precio ha sido un error.
- El Sector Público ha entrado a competir en el mercado de renta fija.
- La gestión de las entidades bancarias se ha hecho más compleja como consecuencia de la libertad de tipos de interés, del desarrollo del mercado interbancario y el progresivo engarce con el Sistema Financiero Internacional.
- La lucha contra la inflación ha exigido un marco de política monetaria restrictiva, que se ha desarrollado con un rigor y duración muy superior a la del período precedente.

Voy a hacer referencia, a continuación, a los aspectos más importantes de las instituciones fundamentales del Sistema Financiero Español, y a sus perspectivas en los próximos años.

## **EL SECTOR FINANCIERO EN LA DECADA DE LOS OCHENTA**

### **Banca Privada**

Anteriormente he hecho referencia a que el alza del tipo de interés real del mercado, en lo que se refiere a la Banca Privada, se explica en proporciones

aproximadamente iguales por el mayor coste de los recursos ajenos y por la elevación de los costes de intermediación. En relación a estos últimos, los factores fundamentales que inciden en el alza son el irracional proceso de expansión bancaria, y el propio deterioro de la situación económica que ha obligado a compensar minusvalías de cartera y al incremento de las provisiones para la cobertura de fallidos.

Parece claro que la Banca está presionando sobre un Sector Real cada vez más debilitado, pero también es evidente que está profundamente implicada en el mismo y que, a la larga, su propia suerte dependerá de la del Sector Real que le sirve de base. Sin embargo, su dinámica de cobertura de costes de intermediación cada vez más altos, preservando una cuota adecuada de beneficios, implica, en las condiciones de recesión en que se desenvuelve la economía española, que el Sector Real soporte esta presión con dificultad creciente.

La posibilidad de una baja del tipo de interés en la economía española dependerá, básicamente, de que se reduzca la remuneración del ahorro, dada la rigidez a la baja de los costes de intermediación, en los que los Gastos de Personal son un componente fundamental, aunque no pueda descartarse la posibilidad de que en los próximos años se planteen problemas de reducción de puestos de trabajo. No puede esperarse que la Banca renuncie voluntariamente a sus beneficios, aunque hay que decir que éstos suponen un porcentaje cada vez menor del coste de intermediación total, no porque hayan decrecido, sino por el mayor ritmo de crecimen-

to del resto de los componentes del coste de intermediación. Sin embargo, la posibilidad de reducir la remuneración del ahorro resulta problemática, no tanto por las tasas de inflación, como por las posibilidades alternativas existentes y la propia competencia interna del Sector Bancario. No parece que con una Bolsa que ofrece posibilidades de rentabilidad por dividendos impensables hace unos años, y con la competencia del Sector Público en la captación de recursos, sea fácil una reducción sustancial. Pero, si esto es así, sorprende la pretensión de los responsables de la Política Económica de rebajar en dos puntos el coste de los créditos para 1979, aunque no sorprenda —en absoluto— que no solamente no hayan disminuido, sino que durante el año 1979, a la vista de los datos disponibles en el momento de redactar este trabajo, se hayan incrementado sustancialmente.

Se están haciendo referencias a la Banca en conjunto, pero como antes se ha advertido, existe una gran disparidad entre la situación de las diferentes empresas. Creo que hay dos factores fundamentales que pueden orientar sobre la situación económica de las entidades: la tasa relativa de expansión y el peso de la cartera de participadas. Cuanto más intenso haya sido el esfuerzo de expansión y mayor significación tenga la cartera de participadas, es lógico pensar que más deteriorada será su situación. El esquema esbozado creo que puede ayudar a explicar los graves problemas que están afectando a algunas entidades con vocación industrial y, sobre todo, a las que han conformado su activo en los últimos años. Los casos

más graves se producen si, además, se han comprometido en una fuerte ampliación territorial y el panorama se complica cuando el punto de partida era una dimensión muy reducida, bien por tratarse de entidades de creación reciente, o porque siendo antiguas, pero de tamaño insignificante y sin reservas acumuladas, se han lanzado a una expansión agresiva, pagando un pasivo caro que implicaba altos tipos activos y, por tanto, reducidas posibilidades de selección de clientela, asunción de un mayor nivel de riesgo, y entrada en operaciones altamente especulativas para compensar los elevados costes de funcionamiento.

La Banca, para salir al paso de la creciente alarma sobre el encarecimiento de los créditos, ha puesto énfasis en dos cuestiones: por una parte que el coste de sus recursos ajenos se ha incrementado, lo cual, como he expuesto, explica, pero sólo en parte, este encarecimiento; por otra, se insiste en la incidencia de los coeficientes obligatorios y se afirma que el coste del crédito se reduciría en cinco puntos si desaparecieran. La respuesta a esta afirmación es que los coeficientes obligatorios no se han modificado sustancialmente en los últimos años y que, por esa vía, no se puede justificar la elevación del tipo de interés que se ha producido. Habría que añadir que la economía española, como se ha comprobado en su evolución reciente, no puede prescindir súbitamente de un andamiaje engendrado durante décadas; contrasta la pretensión de eliminación de coeficientes en la Banca de forma inmediata, con las protestas de la mayor presión fiscal, a pesar de que ésta resulta insuficiente para la cobertura de los gastos

públicos. Por último, la rebaja de los coeficientes obligatorios no tiene porqué traducirse necesariamente en una rebaja del coste de los créditos; pudiera ser que, se manifestara en una mejora del beneficio.

Existen otros condicionantes que acentúan la elevación del tipo de interés real en la asignación de los recursos «libres». Parece lógico que, en muchos casos, la Banca se ve obligada a mantener e incluso a incrementar el nivel de riesgo en empresas en las que, si tuviera libertad para decidir, seguramente no se implicaría; se aspira a no perder el grueso del crédito ya concedido o la inversión realizada. En estas circunstancias se establece una tensión entre los propios resultados de la entidad bancaria, y el nivel de presión financiera que las empresas puedan soportar sin poner en peligro su existencia. Deben ser numerosas las situaciones en que, debido al compromiso ya contraído, a participaciones accionarias, o a la imagen de la empresa adscrita al grupo, los Bancos conceden un trato de favor cuando son conscientes de la imposibilidad de que la empresa subsista si se aplican los tipos de interés del mercado. Se trata de lo que podríamos denominar un segundo coeficiente de inversión autoimpuesto en activos con menor rentabilidad, que obliga, para mantener los ingresos, a incrementar el coste de los recursos libremente asignados.

Las diferencias entre las entidades bancarias en cuanto a los costes de pasivo e intermediación son considerables; parece que puede afirmarse que, en general, ambas rúbricas son tanto más elevadas cuanto menor es la dimensión de las entidades, aun cuando existan excepciones im-

portantes. Ahora bien, si es cierto que los costes de intermediación son rígidos a la baja y que no es fácil que pueda reducirse sustancialmente la remuneración de los ahorradores, ¿qué sucedería si, como consecuencia de la prolongada crisis y el deterioro de las expectativas, se debilitara la demanda de crédito? Es lógico pensar que se incrementaría la competencia por el buen cliente de activo y que ésta habría de articularse sobre la base del tipo de interés y el plazo de las operaciones.

El primer freno a la supuesta baja del tipo de interés a nivel global sería el coste de producción, es decir, la remuneración de recursos ajenos y el coste de intermediación. Pero un análisis a nivel global no sería realista si se tiene en cuenta que, como antes se ha apuntado, la problemática de las entidades bancarias es muy diferente, como lo son sus costes de producción, por lo que si se intensificara la competencia en la captación de los clientes de activos solventes, las entidades con menores costes de producción mantendrían su nivel de actividad y descendería el de aquellas empresas que no pudieran competir; éstas tendrían que aceptar niveles de riesgo progresivos que conducirían, finalmente, a la integración en la Corporación bancaria, o en entidades que pudieran asimilar a las empresas no competitivas.

En definitiva, el nivel de ineficacia de la Banca española, mostrada por la fuerte elevación de los costes de intermediación, es previsible que tropiece con las posibilidades efectivas del Sector Real, lo cual puede ser la palanca que intensifique el proceso de concentración en la Banca española. Dicho de otra forma, la primera fase de la competen-

cia bancaria, alimentada por una expansión irracional, la ha soportado el Sector Real de la economía pero, si éste se debilita impulsado, entre otros motivos, por el incremento de los costes financieros, se verán eliminadas las unidades menos competitivas dentro del propio Sector Bancario. Si el esquema planteado es correcto, y se reduce sustancialmente la demanda de crédito, los problemas de algunos Bancos que han debido ingresar en la Corporación Bancaria, y otros que sin ingresar están siendo ayudados de forma extraordinaria por el Banco de España, no son sino el comienzo de una escalada que dará lugar a un nivel de concentración bancaria muy superior al actual.

Interesa advertir que el incremento de los costes de intermediación no puede prolongarse mucho más allá de los niveles actuales por tres motivos: en primer lugar, resulta dudoso que el sector real pueda seguir soportando la situación; en segundo término, el nivel actual del coste de intermediación constituye una amplia brecha que puede inducir a la potenciación de una canalización directa entre grandes ahorradores y empresas saneadas; por último, a pesar de las elevadas barreras de entrada que supone participar en el mercado doméstico, es problemático que la Banca Española pueda soportar la mayor liberalización exterior que implica la entrada en el Mercado Común. El impulso del mercado organizado de letras, pese a la recortada legislación sobre instalación de Banca extranjera, constituye un primer aviso.

Conviene, por último, tener en cuenta que esta intensificación del proceso de concentración impulsará al alza de los cos-

tes de intermediación de las grandes entidades bancarias que, presumiblemente serán las que absorban los Bancos en dificultades. Estas grandes entidades tendrán que optar entre contemplar el hundimiento de la parte menos competitiva del Sector o asumir sus problemas y, no sería extraño que, entre las mismas grandes entidades, se planteara una carrera de mayor dimensionamiento sobre la base de absorciones de otras empresas en dificultades. Todo esto en el supuesto dudoso de que el Sector Real siguiera con fuerzas para seguir soportando el peso de la dinámica competitiva del Sector Bancario.

### **Cajas de Ahorro**

La problemática fundamental de las Cajas entiendo que es preciso situarla en dos aspectos que a su vez están interrelacionados: la mayor libertad en cuanto a la asignación de recursos y las distintas características de las zonas en que operan.

En los últimos años las Cajas han conseguido una disminución de sus coeficientes obligatorios de inversión, aunque el programa de reducción progresiva se haya frenado sensiblemente al enfrentarse sectores importantes beneficiarios de los circuitos privilegiados de crédito, con problemas graves de financiación, y no poder arbitrarse la opción alternativa de dotaciones presupuestarias debido a la insuficiencia fiscal. No parece que la economía española actual pueda plantearse la eliminación de estos circuitos, sino la sustitución, y quien podría tomar ese relevo es el presupuesto, pero esta insuficiencia recaudatoria y la crisis económica generalizada, ha

obligado a desacelerar el proceso de liberalización establecido, y no me sorprendería en absoluto una detención, e incluso una reversión del mismo (4).

La reducción de los coeficientes y, por tanto, la posibilidad de asignar directamente los recursos en años de política monetaria restrictiva, puso a las Cajas en la disyuntiva de intensificar sus operaciones de activo directas, posibilidad facilitada por la extensión del descuento, atrayendo parte de una clientela tradicionalmente bancaria, o aprovechar estos excedentes y beneficiarse de las altas rentabilidades vigentes en el mercado interbancario. El camino seguido por muchas Cajas, fue el último, aunque hay que señalar la imposibilidad de improvisar departamentos de selección de riesgos en poco tiempo, y que en muchas provincias no existe demanda suficiente. En cuanto a la extensión a las Cajas de la posibilidad de descuento de papel, en mi opinión se trata de un beneficio dudoso. Cuando la línea a seguir tendría que ser la eliminación de un sistema de financiación tan arcaico y costoso como el descuento, lo que hace es extenderlo. Habrá que esperar que la respuesta de las Cajas sea prudente en este sentido.

Las Cajas han seguido en los últimos años la tendencia apuntada de alza del tipo de interés de las operaciones activas que no puede imputarse exclusivamente al mayor coste del pasivo, sino que, como en el caso de la Banca, el incremento del coste de intermediación y el del pasivo se reparten la responsabilidad. En este sentido es necesario destacar que estos costes de intermediación se sitúan a niveles inferiores a los de la Banca y su incremento es explicable por la

mayor libertad de asignación de recursos.

En los próximos años las Cajas habrán de adaptarse a la progresiva presión de la toma de conciencia regional, que exigirá modificaciones importantes en el comportamiento tradicional de estas entidades. Es lógico que las fuerzas políticas fijen su atención en un instrumento financiero tan importante, cuyo dominio no depende de unos accionistas sino, principalmente, del control de las instituciones municipales o provinciales, pero las exigencias en las prestaciones de estas entidades no pueden obviar el hecho de que son empresas financieras y que su futuro reside en que puedan competir en costes y servicios.

Las Cajas son las únicas instituciones financieras con un ámbito regional delimitado y no han tenido una expansión de nuevas instalaciones tan fuerte como la Banca, pese a lo cual han mantenido perfectamente su cuota de mercado. Creo que, entre los diversos motivos que explican esta trayectoria, el más importante es la imagen de mayor confianza, asequibilidad y compromiso con la problemática local. Sorprende la insistencia que se observa en los últimos años en los procesos de integración; las economías de escala que se esperan deben ser, sin duda, muy importantes para poner en peligro esta imagen de identificación espacial.

Si de la problemática de la Banca resulta cada vez más difícil hacer referencia en términos generales, por las profundas diferencias existentes entre las empresas, en el caso de las Cajas la cuestión aparece complicada por las distintas características de las zonas en que operan.

En las regiones desarrolladas la mayor libertad de asignación de activo habrá de ser acompañada de una intensificación en materia de selección de riesgos, pero en las zonas menos favorecidas el problema no radica en seleccionar, sino en «encontrar» clientela de activo, al no existir una vida comercial e industrial que absorba el excedente de ahorro recogido por estas entidades. En estos casos, la disyuntiva aparece clara: o las Cajas se implican en una labor de promoción, o sus recursos libres no podrán aplicarse en su integridad en el espacio en que operan y habrán de canalizarse hacia donde exista demanda. Sin embargo, no debe olvidarse la dificultad de adoptar una postura promotora en un país en el que no existe política de desarrollo regional que facilite un marco de actuación para estas instituciones que, por otra parte, han estado relegadas tradicionalmente a ser puros captadores de pasivo. Si no es fácil pasar de esa situación a competir plenamente en el mercado, más difícil y arriesgada resulta la posibilidad de que actúen con una filosofía de promoción en regiones con escaso nivel de desarrollo.

La presión de las fuerzas sociales y políticas de la región se dirigirá precisamente a conseguir el objetivo de que el ahorro de la región se invierta en la misma. Existe un peligro potencial considerable si de esta aspiración se deriva la asunción de altos niveles de riesgos o la entrada en proyectos de dudosa viabilidad económica, ya que la calidad de la gestión será, en última instancia, la que determine el grado de solvencia y continuidad de las Cajas.

Los próximos años serán de-

cisivos para las Cajas. Las mayores cotas de libertad obtenidas en el manejo de los recursos afectan negativamente a sectores tradicionalmente beneficiarios de los canales privilegiados, que no dejarán de hacer notar el escaso sentido de reducir la asignación sectorial que aquéllos suponían para la financiación de actividades fundamentales, en favor de excedentes canalizados hacia el mercado interbancario.

## Bolsa de Valores

### Renta Variable

La Bolsa ha sido sin duda la institución financiera más castigada por la crisis económica y no será fácil que recupere el nivel de protagonismo que tuvo hasta 1974. A partir de este año la baja de las cotizaciones ha sido prácticamente ininterrumpida; para dar una idea de la situación baste señalar que, tomando como base 100 el nivel de cotizaciones de 31-12-73, al final del año 1979 este índice era de 32. Descuéntese la tasa de inflación en el período y resultará que el valor de una inversión de 100 pesetas a finales de 1973, es en la actualidad aproximadamente de 10 pesetas de 1973. En definitiva, en términos reales, las pérdidas son de alrededor del 90 por 100 de la cantidad inicialmente invertida, si se considera que ésta se ha hecho con una distribución igual a la de la ponderación del índice de la Bolsa de Madrid.

La flexión a la baja de las cotizaciones ha sido general. A efectos de este trabajo interesa fijar la atención en dos factores que entiendo claves para poder plantearnos la situación de la

Bolsa en la década de los ochenta y que, por otra parte, permitirá enlazar con lo expuesto anteriormente: la influencia del tipo de interés y la evolución de los beneficios empresariales.

En primer lugar es preciso constatar que la rentabilidad efectiva por dividendos de las acciones (2,4 por 100 en 1974), no podía soportar un alza tan fuerte como la que se ha producido, en la rentabilidad de opciones alternativas. La escasa rentabilidad se explicaba por el sostenimiento de las expectativas de revalorización de años anteriores, pero el alza de los rendimientos de otros activos financieros habría de forzar la elevación de los de las acciones. Este ajuste podía producirse, en principio, por una elevación de los dividendos sobre el nominal, o una reducción de las cotizaciones y el mantenimiento de los dividendos sobre el nominal. La corrección se produjo precisamente por esta segunda vía. En efecto, en el período 1973 a 1978 los dividendos sobre el nominal pasan del 7,89 por 100 en 1973 al 7,29 por 100 en 1978, manteniendo una tónica muy estable en el período.

El comportamiento sectorial ha sido, sin embargo, muy diferente. El sector bursátil más importante, esto es, el bancario mejora ligeramente el dividendo sobre el nominal en el período 1974-1979, los Servicios Públicos lo mantienen, en tanto que en las Empresas Industriales se producen abundantes recortes y en muchos casos supresión del mismo. Es importante considerar la proporción de los dividendos en los beneficios totales (pay-out) ya que el nivel de rentabilidad efectiva aceptado será tanto más bajo cuanto menor sea esta participación, dado que

ello es expresión de la garantía de continuidad de los dividendos y de la expectativa de un incremento de los mismos. Pues bien, el pay-out en los Bancos es del 48 por 100 en conjunto, en los Servicios Públicos el 95 por 100 y en las empresas industriales más significativas supera el 100 por 100.

El panorama bursátil, a efectos de este trabajo se completa con las siguientes observaciones:

- La caída de la Bolsa española ha sido indiscriminada; los factores psicológicos se han impuesto sobre cualquier análisis técnico. Junto a éstos es preciso aludir a los específicamente institucionales, principalmente la reforma fiscal, tanto en relación al impuesto personal sobre la renta, como a la influencia negativa que ha ejercido en la inversión colectiva. La baja generalizada ha afectado tanto a las empresas que bajan los beneficios como a las que los mejoran. En conjunto el fuerte descenso de las cotizaciones se ha traducido en una caída sustancial del PER. Atendiendo al multiplicador de los beneficios y a la relación cotización-valor contable, se aprecia claramente que a nivel internacional las acciones de la Bolsa Española están infravaloradas respecto a los mercados más importantes.
- La elevación del tipo de interés es un factor explicativo importante del descenso de cotizaciones en los sectores con beneficios crecientes. La base de partida de la rentabilidad efectiva por dividendos, en el Sector Bancario (1,20 para las principales entidades en 1974), sólo podía soste-

nerse en un ambiente de euforia. Cuando éste desaparece, las operaciones financieras (ampliaciones de capital) pasan de ser elemento positivo o negativo en el comportamiento de las cotizaciones, y se pierden las esperanzas respecto a las revalorizaciones, se impone la realidad del distanciamiento de la rentabilidad efectiva por dividendos respecto a otros activos financieros.

- La Banca era perfectamente consciente de que esta diferencia constituía una losa para sus cotizaciones, pero no le era posible forzar el acercamiento por la limitación existente respecto a la cuantía de los dividendos en relación al capital propio. El problema no estaba en que se obtuvieran beneficios suficientes, sino en el hecho de que el alza de las cotizaciones que finaliza en 1974 fue acompañado de un intenso proceso de dilución, aumentando la significación del capital en los recursos propios y limitándose el dividendo sobre el nominal por esta vía. La única posibilidad de incremento estaba en el reforzamiento de las reservas, pero las dotaciones anuales de los beneficios ordinarios no eran suficientes para un incremento sensible; sin embargo, la importancia de la regularización acentúa las posibilidades de aumentarlos; los datos conocidos en el momento que se redacta este trabajo muestran que los Bancos están incrementando los dividendos a reparar por el ejercicio de 1979, respecto a los del año anterior, en porcentajes que varían del 15 al 27 por 100. Parece bastante claro que si se

hubiera eliminado la limitación de dividendos, la adecuación de la rentabilidad efectiva por dividendos a las condiciones exigidas por el mercado, se habría producido con mayor rapidez y, si el objetivo de la Banca hubiera sido mantener los niveles de pay-out, esto hubiera impulsado, aún más, al alza el tipo de interés a través del aumento del coste de intermediación.

A partir de estas observaciones, resulta claro que el Sector Bancario es el único que puede garantizar no sólo la cuantía del dividendo, sino su incremento. Los Servicios Públicos, a lo más que pueden aspirar es al mantenimiento del mismo en el marco actual, caracterizado por la continuidad de una situación en la que las circunstancias favorables y desfavorables que afectan a los costes de las empresas, tendrán la salida ajustada de subidas de tarifas, pero sin que, por cuidar el objetivo del coste de la vida, puedan manifestarse mejoras sustanciales.

Anteriormente he hecho referencia a la posibilidad de que se debilitara la demanda de crédito y mostraba escepticismo porque se reflejara en una caída importante del tipo de interés real; apuntaré ahora que cualquier caída del rendimiento de los activos financieros beneficiará el proceso de acercamiento de la rentabilidad de las acciones bancarias.

En resumen, la tendencia que se observa desde 1974 de baja indiscriminada de las cotizaciones, ante realidades económicas sectoriales muy distintas, no es sostenible a largo plazo. No es viable un esquema permanente de beneficios crecientes y cotizaciones en baja; lo lógico es

que se produzca una recuperación de las cotizaciones en función de la situación económica real y que, por tanto, ésta se refleje, básicamente, en el Sector Bancario, lo cual sería coherente con la situación económica de las empresas, y la continuación del proceso de protagonismo de la Banca privada en la Bolsa, lo que no deja de ser curioso si tenemos en cuenta que, en el marco de un Sistema Financiero capitalista, son instituciones competitivas. En efecto, eliminando el Sector de inversión mobiliaria, la significación del Sector Bancario en la capitalización bursátil era, en 1961, el 11,8 por 100; en 1970 el 32,8 por 100; en 1975 el 43 por 100; en 1978 el 44,6 por 100 y, en los próximos años, no sería sorprendente que superara el 50 por 100.

La Bolsa no hace sino traducir en términos financieros, con distorsiones y retrasos importantes, una realidad económica, y lo anterior no es sino la versión de una situación en la que los Bancos y Servicios Públicos tienen aseguradas, por distintas vías, unas tasas de rentabilidad y el resto de los sectores no. Merece la pena insistir, una vez más, en que ambas cuestiones no son independientes.

Como he expuesto en otro trabajo (5), el problema fundamental de la Bolsa española es que no cumple su función económica básica, que es financiar a quien lo necesita, esto es, a la empresa industrial y de servicios. No puede ser de otra forma si se tienen en cuenta cuatro factores fundamentales: 1) La diferencia de rentabilidad y progresión de la misma entre el Sector Financiero y el Real, que da lugar a una polarización hacia el Sector Financiero; 2) La original situación de privatización de los

Servicios Públicos; 3) El peso de la inversión extranjera en los Sectores Industriales más dinámicos y el hecho de que las empresas dominadas no tengan interés en cotizar de forma efectiva en el Mercado de Valores; y 4) La debilidad financiera de la Empresa industrial española. Sobre estos factores la elevación del tipo de interés que se ha producido en los últimos años, no ha hecho sino poner aún más en evidencia estos rasgos básicos.

Desde esta perspectiva, plantearse el problema de la Bolsa Española como un tema exclusivamente bursátil, discutir la conveniencia de las operaciones a plazo, el papel de los fedatarios públicos, la necesidad de que haya o no más Bolsas, los sistemas de liquidación, etc., es hablar de cosas convenientes, pero no fundamentales. El verdadero problema de la Bolsa no está en la Bolsa, sino en la realidad económica que la sirve de soporte.

#### Renta Fija

Como se ha apuntado anteriormente, el alza del tipo de interés en el Mercado de Renta Fija ha sido importante en los años de crisis de la economía española, llegándose en 1979 a emitir a un tipo bruto del 15,88 por 100. Para tener idea de lo que supone para una empresa emitir al 15,88 por 100 en cuanto al coste financiero real, baste decir que en una emisión a cinco años, computando el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y los gastos de seguro y colocación, el coste financiero supera el 20 por 100 anual.

La modificación fundamental de estos últimos años es la irrupción en el Mercado de Renta Fija del Sector Público en condiciones «competitivas», donde es, en la actualidad, el protago-

nista indiscutible. En principio, parece excelente que el Sector Público obtenga fondos del Mercado en competencia con el Sector Privado; la única observación necesaria es que no hay competencia, simplemente han eliminado cualquier posibilidad de emitir a las empresas industriales. El razonamiento no puede ser más simple: si Renfe emite al 14,25 por 100 ¿a qué tipo de interés ha de emitir una empresa privada para competir, teniendo en cuenta que no puede ofrecer el mismo nivel de seguridad? Señálese el porcentaje diferencial que se considere apropiado, incrementense los impuestos y gastos de emisión y reflexiónese sobre si la empresa española está en condiciones de pagar ese coste. El resultado ha sido que las empresas industriales, de un país industrial, participaron con poco más del 1 por 100 en las emisiones de Renta Fija en 1979. El dato es elocuente.

Es cierto que el retraimiento de las emisiones industriales no proviene solamente de las emisiones del Sector Público, puesto que el deterioro de la situación económica de estas empresas, ha dado lugar a impago de intereses y a problemas de renegociación del principal, que no son la mejor referencia para que puedan colocarse nuevas emisiones, pero lo que resulta claro es que la empresa española, con su tasa de rentabilidad no puede invertir en base a estos costes, y que la política emisora del Sector Público ha echado leña al fuego en esa delicada coyuntura.

Lo que, en mi opinión, agrava la situación es el hecho de que el Sector Público ha entrado en la carrera de elevación del tipo de interés, no porque cuidadosos estudios hayan acon-

sejado emprender un programa de inversiones extraordinarias financiándolo por esta vía, ni para sentar la base de un instrumento de política monetaria, sino para cubrir parcialmente el amplio déficit presupuestario. Sucede, en definitiva, que es más fácil el camino seguido que moderar y racionalizar el gasto público o incrementar la presión fiscal, sólo que esto se hace al precio de anular las posibilidades inversoras de la empresa española.

En los próximos años la situación actual tenderá a consolidarse, al menos en lo que se refiere al Sector Privado, dominado en exclusiva por los Servicios Públicos, porque una de las características de las emisiones de los últimos años es su acortamiento temporal y las tremendas necesidades inversoras del Sector Eléctrico no sólo obligará a una política emisora muy activa para atenderlas, sino que las empresas tendrán que hacer frente, al mismo tiempo, a la refinanciación de emisiones anteriores que, por efecto de la disminución progresiva de la duración de las mismas, concentran las fechas de amortización en los primeros años de la década. En un espléndido trabajo realizado por Adolfo Sánchez Real, sobre la financiación del Sector Eléctrico, se demuestra que si las empresas eléctricas mantienen el ritmo histórico de financiación neta a través del Mercado de Renta Fija en los próximos años, lo que significa, dado el volumen creciente de la inversión total, que este canal de financiación reduciría su importancia relativa frente a otras fuentes, que la cifra de emisiones del Sector en 1981 habrá de ser un 80 por 100 superior a la de 1978, más del doble de la de 1977 y más del triple de la de 1976 (6).

## CONSIDERACIONES FINALES

Creo que una idea fundamental, latente en los presupuestos de muchos economistas españoles, es que reducir el grado de intervención y liberalizar, esto es, introducir el acicate de la competencia es bueno por principio. La experiencia del Plan de Estabilización de 1959 avala esta convicción; en efecto, como es sabido, la adopción de una serie de medidas liberalizadoras potenció un crecimiento espectacular de la economía española. Dos precisiones parecen necesarias: 1) El éxito de las medidas liberalizadoras no solamente estuvo en función de la calidad intrínseca de tales medidas, sino en el hecho de que se adoptaron en una coyuntura de expansión internacional especialmente favorable. 2) La liberalización no afectó sino muy marginalmente al funcionamiento del Sistema Financiero Español y las instituciones siguieron manteniendo, en todo caso, la reserva del mercado interior. La liberalización «externa» del Sistema Financiero de los últimos años ha afectado muy débilmente a esta reserva del mercado interior (autorización de Banca extranjera) pero se ha producido en plena crisis económica nacional e internacional.

Entiendo que existe una diferencia importante en la economía española entre liberalizar un sector real poniéndolo en conexión, en mayor o menor medida, con la competencia internacional y llevar a cabo un proceso de liberalización «interna» del Sistema Financiero. En el caso del Sector Real, la competencia internacional forzará su perfeccionamiento, o dará lugar a la

desaparición de las empresas que no lo consigan. En cuanto al Sector Financiero la liberalización interna desencadena una mayor competencia, pero ésta no tiene por qué traducirse ni en un incremento de la eficacia del Sector ni en la desaparición, al menos en una primera etapa, de las entidades menos competitivas. Esto es así, porque al igual que algunos sectores reales que no pueden competir en el plano internacional encuentran protección en la financiación privilegiada, en subvenciones, o en una política de precios que haga recaer sobre el resto del Sistema Económico la falta de competitividad, en el caso del Sector Financiero el mecanismo de traslación es automático en razón de la dependencia del Sector Real. De esta forma, es perfectamente posible que un aumento de la competencia interna degeneren en un incremento de la ineficacia global sin que ésta se traduzca, al menos de forma inmediata, en la desaparición de las unidades menos competitivas. En definitiva, en un entorno liberalizador, en Sectores Reales no competitivos, la autoridad económica puede decidir, por los motivos que sean, la supervivencia, a costa, naturalmente, del resto del Sistema Económico; en el Sector Financiero, el traslado de sus efectos es automático hacia el Sector Real, por la absoluta dependencia de éste de un recurso básico como es el crédito.

Los aspectos fundamentales de la liberalización del Sistema Financiero han sido: la progresiva libertad de tipos de interés en operaciones activas y pasivas, las nuevas normas de expansión de oficinas bancarias, la reducción de las inversiones obligatorias de las Cajas exten-

diendo a las mismas la posibilidad de descuento de papel, y la posición beligerante del Sector Público en el Mercado de emisiones de Renta Fija. Todos ellos se producen en el umbral o en plena crisis económica, con caída de los beneficios empresariales en la Industria, y en un marco de progresivo deterioro de las expectativas.

Sin ignorar la influencia de la política monetaria restrictiva, el efecto de la inflación, la propia crisis económica y el alza de los tipos de interés a nivel internacional, la nueva normativa sobre expansión de oficinas bancarias de 1974 ha sido, en mi opinión, el factor más influyente en la elevación del tipo de interés y en el deterioro de las propias entidades bancarias, al dar lugar a un fuerte incremento de los costes operativos y a un aumento de la competencia por captar recursos que propició una mayor remuneración del ahorro. Resulta difícil justificar la oportunidad de estas medidas, que sólo pueden explicarse por la conocida actitud de aplicar una convicción general —el incremento de la competencia es deseable— sin considerar cuidadosamente el funcionamiento específico de nuestro Sistema Económico.

La libertad de tipos de interés ha debido tener una cierta incidencia en su elevación, pero ha ofrecido la contrapartida de clarificar la actividad bancaria reduciendo la práctica extendida de extratipos. En cuanto a la disminución de los coeficientes obligatorios, la experiencia reciente ha demostrado que la economía española, en plena crisis económica, no podía prescindir fácilmente de los mismos, que eran soporte de sectores importantes; pero, por otra parte, es

lógico que se pretendiera aliviar a las Cajas de soportar el peso básico de esta financiación. La solución a corto plazo, y en plena crisis, obligaba a una sustitución y el relevo no podía ser otro que el Presupuesto. La insuficiencia fiscal no sólo ha entorpecido esta vía, sino que ha obligado al Sector Público a competir en el Mercado de Emisiones, anulando las escasas posibilidades de las empresas industriales y reforzando el alza del tipo de interés. La trascendencia de estas cuestiones hace necesario que temas tales como la cuantía de la financiación privilegiada, los sectores beneficiarios, y las instituciones crediticias que deben soportarla, sean objeto de discusión en el Parlamento de forma que se clarifiquen los auténticos costes, las consecuencias que se derivan de esta subvención encubierta para las propias empresas beneficiarias y las instituciones crediticias, así como la repercusión de estas decisiones sobre el resto del Sistema Económico.

Las peculiaridades del Sistema Financiero español y su extraordinario peso sobre los sectores reales obliga a analizar cuidadosamente nuestra realidad concreta y a extremar las precauciones antes de adoptar medidas. La introducción de una mayor competitividad es favorable cuando el castigo de la incompetencia es la expulsión del mercado, pero no lo es si degenera en una ineficacia global a cargo, al menos en primera instancia, del Sector Real.

Hasta ahora me he referido al pasado, pero las consideraciones expuestas entiendo que proporcionan la suficiente base para calibrar las consecuencias de una medida que, al parecer, está en estudio: la supresión de las

limitaciones existentes en cuanto al reparto de dividendos en las entidades bancarias. Como se ha expuesto anteriormente esta medida liberalizadora, deseada por las entidades bancarias, tiene como objetivo mejorar la rentabilidad efectiva por dividendos, más rápidamente que lo que permite la acumulación de reservas y la cuenta de regularización, con ser esta última muy importante. Se trata, en definitiva, de subir las rentabilidades por dividendo de las acciones bancarias, lo que permitirá un alza de la cotización de las acciones. Al margen de las consideraciones sobre las circunstancias en que se estableció la limitación en 1940, y de los argumentos en favor de la mayor libertad que impone una economía real de mercado, lo que hay que tener en cuenta es que la supresión de esta limitación en la crisis actual, implica, previsiblemente, un alza del coste de intermediación y, si la remuneración de los recursos ajenos no se modifica, y se mantienen los actuales niveles de «pay-out», esto supone una subida inmediata del tipo de interés real de las operaciones de activo en las entidades que suban el dividendo.

En mi opinión, una de las razones importantes de la crisis actual de la economía española es el funcionamiento del Sistema Financiero. El alza del tipo de interés de los últimos años ha actuado, de forma negativa, sobre el Sector Real de la Economía por la doble vía de reducir los beneficios de las empresas no financieras, y deprimir las expectativas empresariales; ambos efectos inciden directamente sobre la inversión y el paro. Como señalé al comienzo, no pretendo, en modo alguno, centrar la crisis de la economía española

en el Sistema Financiero, pero considero escasamente realista cualquier aproximación que prescindiera de esta perspectiva.

La mayor ineficacia del Sector Financiero ha producido efectos negativos sobre el Sector Real y comienzan a apreciarse las consecuencias sobre el propio Sector Financiero. Si el proceso continúa probablemente asistiremos, con el progresivo debilitamiento del Sector Real, a una crisis generalizada en el Sector Financiero, crisis que se producirá, en mi opinión, de forma inevitable, si se profundiza en la liberalización del sector o si se cumplen las expectativas de integración con la CEE; se comprende perfectamente que en las negociaciones al efecto, no sólo hayan de considerarse períodos amplios de adaptación en actividades industriales, sino en el propio Sector Financiero, y más específicamente, en el Sector Bancario.

## NOTAS

\* Agradezco al Profesor García Delgado sus sugerencias y a Adolfo Sánchez-Real la posibilidad de discutir los puntos más conflictivos. Sobre el resultado final la responsabilidad es exclusivamente mía.

(1) En los estudios realizados a partir de encuestas se pone de manifiesto la influencia de los costes financieros en la caída de la inversión privada. Ver, en este sentido, el trabajo de FRANCISCO ALVIRA MARTÍN y JOSÉ GARCÍA LOPEZ, *La crisis económica: actitudes de los consumidores y empresarios*, en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 2. Confederación Española de Cajas de Ahorros. Madrid, 1980. En cuanto a la progresión de los costes financieros y su trascendencia en las cuentas de resultados de las empresas, son significativos los datos recogidos en el trabajo dirigido por ALVARO CUERVO GARCÍA y PEDRO RIVERO TORRES, *Examen Económico-Financiero de la Empresa Española (Tercer Análisis). Año 1978 y Previsiones para 1979*. Asociación para el Progreso de la Dirección. Madrid, 1980. Véase el artículo de Alvaro

Cuervo García en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(2) Ver en este sentido: ANTONIO TORRERO MAÑAS, *El coste del Crédito y los Beneficios de la Banca*, en «El País», 5-8-1979. Reproducido en el «Boletín Semanal de Información Comercial Española», n.º 1.696. 4-10-79.

(3) Esta idea me recuerda el esquema, admitido con generalidad en la década de los sesenta, de que la defensa del poder adquisitivo del ahorro sólo podía encontrarse en la renta variable, lo cual fue cierto mientras se mantuvieron las tendencias alcistas en los mercados de valores. La experiencia de los últimos años ha mostrado, sin embargo, que en un clima inflacionista podía reducirse la rentabilidad de las empresas o que, sin disminuir ésta, podían bajar sustancialmente las cotizaciones. Más adelante examinaremos con detalle la situación española en este sentido.

(4) La influencia de las nuevas condiciones de financiación sobre un sector tan básico como el de la vivienda han sido puestas en relieve por JULIO RODRIGUEZ LÓPEZ, en su

trabajo *Inversiones en vivienda en España: Un Comentario*. «Información Comercial Española», n.º 548. Abril 1979.

(5) *Estructura de la Bolsa Española*, en *Ciencia Social y Análisis Económico*. Estudios en Homenaje al Profesor Valentin Andrés Álvarez. Edición a cargo de José Luis García Delgado y Julio Segura. (Editorial Tecnos. Madrid, 1978).

(6) ADOLFO SÁNCHEZ-REAL, *La Financiación del Sector Eléctrico. La utilización del Mercado de Valores*. Banco de España. Servicio de Estudios, «Estudios Económicos», n.º 17, 1979.