

EL COSTE DEL CRÉDITO Y LA LIBERALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Antonio ARGANDOÑA RAMÍZ

I. LAS CAUSAS DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS TIPOS ACTIVOS DE INTERÉS (*)

EN los últimos años se han producido en la economía española un conjunto de fenómenos que parecen estar interrelacionados: escaso incremento del PIB real, crecimiento negativo de la inversión, caída del excedente empresarial, fuerte elevación de los tipos de interés activos y pasivos, y reducción del ahorro en general y del ahorro financiero en particular, junto con algunas medidas de liberalización del sistema financiero, etc. El objeto de este artículo es intentar dar respuesta a algunas cuestiones que todo esto ha planteado y que tienen no pequeña importancia cuando se trata de evaluar las políticas seguidas y de formular las que

se avecinan. ¿Por qué han crecido los tipos de interés como lo han hecho? ¿Qué papel ha tenido en ese crecimiento la liberalización de los mismos? ¿Qué parte de culpa se puede achacar a ese comportamiento de los tipos de interés en la caída del ahorro, en el deterioro de la cuenta de resultados de las empresas y en los malos resultados de la inversión? Y, como consecuencia de todo ello, ¿conviene seguir adelante con la liberalización del sistema financiero?

Según diversos indicadores, el coste del crédito muestra una tendencia creciente, al menos desde 1965 (cuadro n.º 1). No obstante, ese comportamiento es muy diferente cuando se distingue entre tipos de interés nominales y reales: mientras que los primeros muestran una clara tendencia creciente (también los pasivos: cuadros núms. 2 y 3),

los tipos reales resultan negativos, en muchos casos, en buena parte de los años setenta, presentando también oscilaciones que sólo en pequeña medida reflejan los movimientos de los tipos nominales, pues vienen determinadas, sobre todo, por las variaciones de la tasa de inflación.

Entre las causas de esta tendencia de los tipos de interés activos, consideraremos los siguientes factores:

1. Tasa esperada de inflación.
2. Oferta y demanda de crédito.
3. Liberalización de los tipos activos de interés y elevación de los tipos legales.
 - 4.1. Costes financieros.
 - 4.1.1. Inflación esperada.
 - 4.1.2. Liberalización de los tipos pasivos de interés, elevación de los tipos legales y competencia bancaria.
 - 4.2. Costes de intermediación.

CUADRO N.º 1

TIPOS ACTIVOS DE INTERÉS DE LA BANCA PRIVADA

| AÑOS | RENTABILIDAD DE LA CARTERA DE EFECTOS | | RENTABILIDAD DE CRÉDITOS Y PRESTAMOS | | RENTABILIDAD DEL TOTAL DE LAS INVERSIONES PATRIMONIALES | | DEFLACTOR IMPLÍCITO PIB |
|------|---------------------------------------|--------|--------------------------------------|--------|---|--------|-------------------------|
| | % | Índice | % | Índice | % | Índice | Índice |
| 1976 | 10,15 | 100,0 | 10,82 | 100,0 | 8,86 | 100,0 | 100,0 |
| 1977 | 11,28 | 111,1 | 11,96 | 110,5 | 9,88 | 111,5 | 122,7 |
| 1978 | 13,53 | 133,4 | 13,94 | 128,8 | 11,56 | 130,5 | 148,1 |
| 1979 | 14,49 | 142,8 | 15,45 | 142,8 | 12,54 | 141,6 | 171,1 |

Fuentes: Banco de España, «Boletín Económico», abril 1980, pág. 7; Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

CUADRO N.º 2

COSTE MEDIO DE LOS DEPOSITOS (BANCA PRIVADA)

| AÑOS | Totales | A menos de un año (*) | A un año y más |
|------|---------|-----------------------|----------------|
| 1976 | 3,53 | 1,47 | 7,18 |
| 1977 | 3,99 | 2,97 | 8,06 |
| 1978 | 5,61 | 2,37 | 10,28 |
| 1979 | 6,60 | 2,17 | 11,49 |

(*) Estimación a partir de las otras dos columnas y de la proporción de depósitos por plazos («Boletín Estadístico» del Banco de España).

Fuentes: Banco de España, «Boletín Económico», abril 1980, pág. 7, y elaboración propia.

CUADRO N.º 3

INDICES DE COSTE MEDIO DE LOS DEPOSITOS BANCARIOS Y DE LOS PRECIOS

(1976 = 100)

| AÑOS | Totales | A menos de un año | A un año y más | Deflactor implícito del consumo privado |
|------|---------|-------------------|----------------|---|
| 1976 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 1977 | 113,0 | 202,0 | 112,3 | 123,9 |
| 1978 | 158,9 | 161,2 | 143,2 | 147,8 |
| 1979 | 187,0 | 147,6 | 160,0 | 170,7 |

Fuentes: Cuadro n.º 1; Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

1. Tasa esperada de inflación

Es bien conocido que, si los sujetos económicos son racionales, una elevación de la tasa esperada de inflación llevará a los prestamistas a solicitar aumentos de la tasa nominal de interés que cubran suficientemente aquella inflación, en tanto que los prestatarios opondrán menos resistencia a esa elevación de los tipos activos, por cuanto es de esperar que la colocación de los fondos produzca una rentabilidad superior a la tasa de inflación. Por tanto, es lógico que los tipos nomi-

nales suban cuando se espera una inflación mayor, y lo hagan al menos en la cuantía de esa inflación. Esta causa actúa por dos vías: a) elevando directamente los tipos activos, como se ha descrito, y b) elevando el coste de los recursos para las entidades financieras, pues es de esperar que la misma tendencia al alza se produzca en los tipos pasivos (de esta segunda vía nos ocuparemos más adelante: sección 4.1.1).

Como el cuadro n.º 1 pone de manifiesto, en nuestro país los tipos activos nominales no han seguido últimamente un movimiento paralelo a la tasa

de inflación, por lo que los tipos reales han descendido en algunos años e incluso han resultado negativos en buena parte del período. A la hora de buscar una explicación a este fenómeno, podemos acudir a varias:

a) Los sujetos económicos (en este caso, las entidades financieras españolas) no han actuado racionalmente. Esta hipótesis parece muy alejada de la realidad.

b) Los intermediarios financieros no han podido predecir adecuadamente la tasa de inflación. Esta hipótesis tampoco parece admisible: las más burdas estimaciones en esos años señalaban tasas de inflación no muy alejadas de las que se dieron y, por supuesto, nada compatibles con los tipos reales. Además, esta hipótesis puede conducir a la de la irracionalidad en la conducta de las entidades financieras, que no parece admisible.

c) Los intermediarios financieros no han tenido necesidad de cubrirse de la inflación elevando los tipos activos, porque sus costes han crecido menos que el nivel general de precios.

d) Otras razones han impedido a los entes financieros españoles adaptar sus tipos de interés activos a la tasa de inflación esperada.

Desechadas las dos primeras hipótesis, exploremos las c) y d). ¿Podían los Bancos (1) cobrar tipos de interés adaptados a la tasa de inflación? Parece haber muchos argumentos en favor de esta hipótesis:

1. El mercado de crédito en España es marcadamente oligopolístico y, por supuesto,

CUADRO N.º 4

**CREDITOS EN MONEDA EXTRANJERA RECIBIDOS
POR EL SECTOR PRIVADO, NO INTERMEDIADOS
POR LA BANCA**

(Miles de millones de pesetas)

| AÑOS | Nominales | Deflactados (*) |
|------------|-----------|-----------------|
| 1975 | 124,9 | 124,9 |
| 1976 | 127,6 | 109,3 |
| 1977 | 131,0 | 91,5 |
| 1978 | 124,6 | 72,1 |
| 1979 | 5,7 | — |

(*) A pesetas constantes de 1975 (deflactor implícito del PIB).

Fuentes: Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

CUADRO N.º 5

**TIPO BRUTO DE INTERES
A LA EMISION
DE OBLIGACIONES
NO BANCARIAS**

(Media anual de tipos
medios trimestrales)

| AÑOS | % |
|------------|-------|
| 1970 | 8,75 |
| 1971 | 8,57 |
| 1972 | 8,32 |
| 1973 | 7,96 |
| 1974 | 8,83 |
| 1975 | 9,48 |
| 1976 | 9,67 |
| 1977 | 10,79 |
| 1978 | 12,18 |
| 1979 | 13,06 |

Fuentes: Banco de España, «Boletín Estadístico», y elaboración propia.

con unos caracteres de imperfección, discriminación de precios, etc., que hacen pensar en un poder del oferente sobre el precio.

2. La curva de demanda de crédito debe ser bastante rígida, porque:

2.1. No hay sustitutivos próximos (en cuantía significativa) al crédito ban-

cario. El crédito oficial, en efecto, queda limitado a ciertos segmentos del mercado, pero cerrado para otros muchos; los fondos exteriores tampoco son accesibles a muchas empresas (aparte de que no se ofrecieron en cuantía suficiente: cuadro n.º 4); la financiación por acciones y obligaciones, no accesible a muchas empresas, resultó también cara (cuadro n.º 5) y muy limitada, por la caída de la financiación global (ver sección 2), por el deterioro de la Bolsa y por la competencia del sector público en este mercado, etc.

2.2. Las empresas tienen una gran dependencia del crédito, con el que financian no ya su expansión, sino buena parte de su actividad ordinaria. Para ellas, pues, un encarecimiento del crédito no sólo no lleva a la sustitución por otra fuente de financiación,

sino ni siquiera a la alternativa de prescindir del crédito, porque esto sólo es posible si la empresa cesa en su actividad.

2.3. Tampoco hay autofinanciación en cuantía suficiente, porque la crisis iniciada en 1974 ha reducido considerablemente el margen de explotación (2).

3. La oferta de crédito, como se verá en la sección 2, se redujo, respecto de la demanda, en los últimos años (por lo menos en 1974 y 1976-1979), lo cual obligó a las empresas a moverse en un sector más rígido de su curva de demanda, elevando el poder oligopolístico de la Banca.

Por todo ello, parece lógico concluir que la Banca ha debido tener un considerable control sobre el precio de su «producto», control que se habrá reforzado en los últimos años. Junto a esto, ha tenido *motivos* para elevar sus tipos de interés activos, al ritmo que le permitía la inflación, ya que la elevación de los tipos pasivos (cuadros números 2 y 3) y de los costes de intermediación (cuadro n.º 11) ha reducido sus beneficios, al menos a partir de 1976.

Sería lógico concluir, pues, que la Banca habrá elevado sus tipos de interés activos, ya que ha tenido motivos y poder para ello. Pero no ha tenido por qué hacerlo al ritmo de la inflación esperada, si sus costes no crecieron a ese mismo ritmo: y eso ocurrió, en el caso de los costes de los pasivos bancarios (3). Parece, pues, que se ha dado la hipótesis *c)* avanzada antes: la Banca no ha tenido inconvenien-

CUADRO N.º 6

**TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS Y PASIVOS
DE LA BANCA PRIVADA**

| AÑOS | COSTE MEDIO DE: | | RENDIMIENTO DE: | | |
|------------|--------------------------|---------------------|--------------------|----------------------|---------------------------------|
| | Financiación total ajena | Depósitos bancarios | Cartera de efectos | Créditos y préstamos | Total inversiones patrimoniales |
| 1976 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 1977 | 114,5 | 113,0 | 111,1 | 110,5 | 111,3 |
| 1978 | 144,2 | 158,9 | 133,4 | 128,8 | 130,5 |
| 1979 | 160,6 | 187,0 | 142,8 | 142,8 | 141,6 |

Fuentes: Cuadros núms. 1 y 3; Banco de España, «Boletín Económico», abril 1980, pág. 7, y elaboración propia.

te en incurrir en tipos de interés activos reales negativos, porque sus tipos pasivos eran también fuertemente negativos.

Pero esto no explica todo lo que ha ocurrido: porque los tipos activos han crecido menos que los pasivos (véase cuadro número 6), al menos desde 1976. Descartando los supuestos de incorrecta estimación de las expectativas de inflación, falta de racionalidad, etc., nos parece que la explicación de este fenómeno es la siguiente. La Banca se mueve en dos mercados (podemos llamarlos, para simplificar, el de depósitos y el de créditos), en cada uno de los cuales detenta un cierto poder; ambos mercados están relacionados, pero en buena medida son independientes. Las entidades financieras obtienen en cada momento lo mejor que pueden, en cuanto a precios (cobrados o pagados) en ambos mercados, pero no siempre pueden repercutir las alzas de sus costes (mercado de depósitos) en sus tipos activos (mercado de créditos). Y esto es lo que ha ocurrido: como veremos, una serie de fenómenos (restricción crediticia, elevación de los cos-

tes bancarios, inflación, etc.) permitieron a la Banca cobrar más por sus créditos; pero otros fenómenos, coincidentes en algunos casos (inflación, restricción monetaria, etc.), pero no en otros (mayor competencia en el mercado de depósitos), llevaron a la Banca a elevar sus tipos pasivos más de lo que podían hacerlo sus tipos activos: porque *el tener poder en el mercado de créditos significa poder cobrar un precio más alto que si ese mercado fuese libremente competitivo, pero no necesariamente elevar ese precio cuando se quiera y en la cuantía que se quiera.*

Resumiendo lo dicho hasta este punto, los tipos activos de interés de la Banca han crecido, en parte, por la inflación esperada; no lo han hecho tanto como ésta, porque también los tipos pasivos se retrasaron respecto de la inflación, y, finalmente, los tipos activos crecieron (al menos en 1976-79) menos que los pasivos, porque la existencia —innegable, nos parece— de un poder de la Banca sobre su precio no le permite elevar sus tipos activos en la cuantía y momento que desee.

2. Oferta y demanda de crédito

Una vez resuelto el problema del comportamiento del precio nominal y real del crédito (sección 1), nos ocuparemos de la razón que más inmediatamente acude a la mente de los economistas cuando se trata de explicar el alza del precio de un bien: un exceso de la demanda sobre su oferta. ¿Qué ha ocurrido con la oferta y la demanda de crédito? No tenemos evidencia separada, pero nos parece que podemos afirmar que se ha dado, en los últimos años, un exceso relativo de demanda sobre oferta, debido a una contracción de ésta en cuantía superior (en términos reales) a la de la demanda.

El cuadro n.º 7 recoge, en su primera columna, una medida del exceso de demanda de crédito. Puede observarse cómo, en años «normales» (excluyendo 1975), parece que un aumento de un 1 por 100 en el PIB real exige un aumento de un 1,7 por 100, en promedio, en el crédito real. Pues bien, esa proporción se vuelve nula o negativa en los años 1977-79, lo cual hace suponer que, si no se ha producido un cambio estructural (que no podemos explicar), hubo una notable falta de financiación para el sostenimiento del aumento del PIB real en 1977-1979.

En la segunda columna del cuadro n.º 7 utilizamos otra medida del exceso de demanda de crédito, pues, en definitiva, nos interesa la oferta y demanda de financiación global, y no sólo la de crédito del sistema bancario. Pues bien: además del crédito, hay otras dos causas importantes de creación de di-

CUADRO N.º 7
**MEDIDAS DEL EXCESO DE DEMANDA DE CREDITO
 Y DE FINANCIACION**

| AÑOS | % INCREMENTO CREDITO REAL (*) | % INCREMENTO DISPONIBILIDADES LIQUIDAS REALES (*) |
|------|----------------------------------|--|
| | % incremento PIB real (*) | % incremento PIB real (*) |
| 1971 | 1,9 | 3,0 |
| 1972 | 1,5 | 1,5 |
| 1973 | 1,7 | 1,4 |
| 1974 | 1,4 | 0,4 |
| 1975 | 4,6 | 1,7 |
| 1976 | 1,9 | 0,7 |
| 1977 | -0,2 | -1,2 |
| 1978 | -2,3 | -0,3 |
| 1979 | 0,0 | -0,3 |

(*) Deflactor del PIB.

Fuentes: Banco de España, «Informe anual 1979» y «Boletín Estadístico», y elaboración propia.

CUADRO N.º 8
MEDIDA DEL EXCESO DE DEMANDA DE FINANCIACION

| AÑOS | Crecimiento anual de las disponibilidades líquidas (en %) (*) | Crecimiento anual de la «demanda» de dinero (en %) (**) |
|------|---|---|
| 1971 | 23,9 | 14,8 |
| 1972 | 23,3 | 20,6 |
| 1973 | 24,0 | 22,0 |
| 1974 | 18,9 | 22,8 |
| 1975 | 18,9 | 18,4 |
| 1976 | 19,2 | 21,2 |
| 1977 | 18,9 | 23,6 |
| 1978 | 19,9 | 25,6 |
| 1979 | 18,0 | 20,5 |

(*) Diciembre sobre diciembre.

(**) [(Tasa anual de crecimiento del PIB) × 1,5] + Tasa «esperada» de crecimiento de los precios.

La tasa «esperada» de crecimiento de los precios se calcula como media simple de las tasas de crecimiento del deflactor del PIB en el año anterior y en el actual.

La «demanda» de dinero aparece ligeramente subvalorada en el cuadro, por haberse omitido el efecto de la inflación esperada.

Fuentes: Banco de España, «Boletín Estadístico» e «Informe anual 1979», y elaboración propia.

bal de dinero puede ser una medida más correcta de la disponibilidad de fondos en la economía. En este sentido, la segunda columna del cuadro n.º 7 refleja una financiación insuficiente en 1974 y en 1976-79. El cuadro n.º 8 completa esta visión: suponemos que la elasticidad-renta de la demanda de dinero es próxima a 1,5 (4), por lo que un aumento de la producción nacional en un 1 por 100 implica una mayor necesidad de dinero en un 1,5 por 100. Conociendo, pues, cuánto ha variado el PIB en cada período, podemos estimar cuánto ha crecido la demanda de dinero para financiar ese crecimiento real. A esto hemos de sumar el aumento de la inflación esperada (que, de manera simplificada, estimamos como el promedio entre la tasa de inflación real del año anterior y la del año corriente). El resultado es un aumento de la cantidad de dinero «deseada» por la economía que, comparado con el aumento efectivo de las disponibilidades líquidas, refleja un exceso de demanda en 1974 y 1976-79.

Por diversos indicadores llegamos, pues, a la conclusión de que ha habido una insuficiencia de crédito, al menos en los años señalados. Las causas hay que buscarlas, nos parece, en dos frentes: a) la política monetaria, que ha sido restrictiva, y que, además, ha discriminado en algunos años contra el crédito bancario, en beneficio de la creación de dinero a través del sector exterior y del sector público, y b) las alzas de precios exteriores (petróleo, alimentos, minerales, etc.), que hubiesen exigido, para su financiación, un aumento de la cantidad de dinero que no ha te-

nero, que son el sector exterior y el sector público, que en ciertas épocas han contribuido notablemente a la financiación de la economía, a costa del crédito

(por ejemplo, 1977-78), y en otras han actuado negativamente, exigiendo un crecimiento excesivo del crédito. Consideramos, pues, que la cantidad glo-

nido lugar (precisamente porque la política monetaria, para luchar contra las alzas de precios, fue contractiva).

3. Liberalización de los tipos activos de interés y elevación de los tipos legales

Cuando en un mercado el precio está controlado, en forma de un precio fijo o máximo por debajo del de equilibrio, la liberalización de ese precio o su elevación da lugar, precisamente, a un alza en el mismo. Y esto ha ocurrido varias veces en nuestro país, en el pasado reciente. En primer lugar, los tipos de interés activos legales (máximos) para las operaciones ordinarias de la Banca (5), que se habían reducido en marzo de 1970 y en enero, abril y octubre de 1971, conocieron sucesivas elevaciones de un punto cada una en julio de 1973, agosto de 1974 y julio de 1977. Por otro lado, las operaciones ordinarias a más de tres años fueron liberalizadas en julio de 1969; las a más de dos años, en agosto de 1974, y las a un año o más, en julio de 1977 (5 bis).

Las tres elevaciones y liberalizaciones tuvieron su reflejo en los tipos de interés activos nominales de la Banca (con algún retraso, al menos en 1973; retraso que puede explicarse tanto por la situación de holgura financiera reflejada en los cuadros núms. 7 y 8, como por la misma lentitud con que esos efectos se manifiestan en la realidad, pues hay que esperar que vengán las operaciones en vigor para poder aplicar los nuevos intereses). Como, por otro lado, los aumentos coinciden aproximadamente con un período de exceso de demanda de crédito,

ambas causas se han potenciado, de modo que, de no haberse producido la elevación o liberalización, el exceso de demanda de crédito hubiese sido, probablemente, mayor, y las tensiones creadas por la insuficiente financiación más llamativas. Finalmente, la existencia de mecanismos de ajuste (por ejemplo, las comisiones libres) hace pensar que los tipos activos de interés alcanzaron su nivel de mercado, pese a su aparente control legal a niveles bajos.

4. Aumento de los costes de las entidades financieras

La teoría económica sostiene que una elevación de los costes marginales produce alzas de precios (permaneciendo lo demás constante). Si las entidades financieras han visto elevados sus costes, parece lógico que esto haya repercutido en sus precios. Distinguiremos entre el comportamiento de los costes financieros y el de los demás componentes del coste.

4.1. Costes financieros

El coste de la financiación recibida por la Banca se ha incre-

mentado en el período que consideramos por diversas razones, que analizaremos seguidamente.

4.1.1. Inflación esperada

Repitiendo el argumento dado antes para los tipos de interés activos, es lógico que los ahorradores y poseedores de la riqueza soliciten aumentos en la remuneración de su ahorro financiero, cuando esperan una mayor tasa de inflación. Esto se ha dado, como hemos señalado (cuadro n.º 2), pero en cuantía insuficiente para defender suficientemente de la inflación a los ahorradores (cuadro n.º 3): el tipo de interés pagado por los depósitos ha sido negativo en buena parte del período considerado. Esto no nos asombraba en los tipos de interés activos, porque también para la Banca sus costes de financiación reales eran negativos, pero no parece racional la conducta de los poseedores de riqueza, que no «huyen» de los depósitos cuando éstos presentan tasas notablemente negativas de interés. ¿Por qué ocurre esto?

Para el conjunto de los propietarios de depósitos y para el

CUADRO N.º 9

TIPOS DE INTERES INTERIORES Y EXTERIORES A CORTO PLAZO

| AÑOS | COSTE MEDIO DE LOS DEPOSITOS (BANCA PRIVADA) | | TIPO MEDIO EURODOLARES LONDRES (*) | |
|------|--|--------|------------------------------------|--------|
| | % | Indice | % | Indice |
| 1976 | 3,53 | 100,0 | 5,64 | 100,0 |
| 1977 | 3,99 | 113,0 | 6,07 | 107,6 |
| 1978 | 5,61 | 158,9 | 8,75 | 155,1 |
| 1979 | 6,60 | 187,0 | 12,07 | 214,0 |

(*) Media de medias mensuales.

Fuentes: Cuadro n.º 1; Banco de España, «Boletín Estadístico», y elaboración propia.

conjunto del sistema crediticio, la explicación es lógica: no hay alternativas importantes al mantenimiento de los depósitos. En efecto: a) Otros activos financieros, como las acciones y obligaciones, sufren una reducción similar en sus tipos reales de rendimiento, o, sobre todo, presentan riesgos importantes de pérdida del capital, iliquidez, etcétera, por la caída de la Bolsa. b) Los activos financieros en moneda extranjera son poco accesibles a la gran mayoría de ahorradores y presentan otros riesgos (variación del tipo de cambio, etc.). c) Los activos físicos cumplen funciones diferentes de los financieros; no suelen ser rentables directamente, sino a través de su enajenación; no siempre son accesibles a un público amplio (por ignorancia, elevada inversión mínima, etc.); se han visto afectados también por la reforma fiscal de los últimos años, etc. d) Además, en períodos de in-

certidumbre la preferencia por la liquidez es elevada: interesa, pues, mantener parte de la riqueza en depósitos, aun con rendimientos reales negativos (6). e) La única alternativa que queda son los bienes de consumo duradero: pero éstos se ven afectados (como bienes de ahorro que, en definitiva, son) por la caída de la renta esperada (inflación, crisis, desempleo, etcétera).

En resumen, pues, los poseedores de depósitos no podían ejercer, ante el sistema bancario en su conjunto, la presión efectiva de una amenaza de retirar sus depósitos para conseguir mayores remuneraciones, porque no había alternativas suficientes a las que acudir. Ello explica que los tipos de interés pasivos reales se hayan mantenido por debajo de cero en la década de los setenta. Este argumento tiene alguna limitación, por lo que en breve volveremos sobre él.

4.1.2. Liberalización de los tipos pasivos de interés, elevación de los tipos legales y competencia bancaria

Los principales hitos en el proceso de liberalización de los tipos pasivos han sido la de los depósitos a dos o más años en julio de 1969 (suprimida en julio de 1973 y reintroducida en agosto de 1974) y la de los depósitos a un año o más, en julio de 1977. Los movimientos de los tipos legales han sido más variados: los más relevantes para nosotros son los aumentos de julio de 1973, agosto de 1974 y julio de 1977 (7).

De la observación de los cuadros núms. 2 y 3 se deduce que las alzas y bajas y las liberalizaciones de los tipos de interés se han reflejado en los tipos efectivos pagados. Esto parece no coincidir con lo dicho en el apartado 4.1.1, sobre la capacidad de los titulares de los depósitos para conseguir aumentos de tipos de interés. Pero no existe esa discrepancia: allí nos referíamos al conjunto de los ahorradores frente al conjunto de los Bancos, y ahora hemos de considerar la situación de cada Banco en concreto. En principio, se supone que la fijación de tipos pasivos de interés tiene lugar siempre por debajo de su nivel de equilibrio, lo cual implica un exceso de demanda de depósitos por parte de la Banca. Ante una liberalización (o ante una elevación de los tipos legales), el conjunto de la Banca podría reaccionar no modificando sus tipos pasivos; sin embargo, frente a un acuerdo oligopolístico de ese tipo, es muy atractivo para un Banco aislado romper la colusión y pagar tipos superiores a los acor-

CUADRO N.º 10

«PRODUCTIVIDAD» BANCARIA POR OFICINA

| AÑOS | N.º oficinas Banca privada | Depósitos reales Banca privada (*) | «PRODUCTIVIDAD» POR OFICINA | |
|------|----------------------------|------------------------------------|-----------------------------|----------------|
| | | | Media (**) | Marginal (***) |
| 1970 | 4.291 | 1.091 | 254,3 | — |
| 1971 | 4.437 | 1.285 | 289,6 | 1,32 |
| 1972 | 4.898 | 1.497 | 305,6 | 0,46 |
| 1973 | 5.437 | 1.703 | 313,2 | 0,38 |
| 1974 | 5.628 | 1.749 | 310,8 | 0,24 |
| 1975 | 7.582 | 1.756 | 231,6 | 0,00 |
| 1976 | 9.098 | 1.766 | 194,1 | 0,007 |
| 1977 | 10.210 | 1.684 | 164,9 | -0,007 |
| 1978 | 11.094 | 1.657 | 149,4 | -0,003 |
| 1979 | 12.238 | 1.711 | 139,8 | 0,005 |

(*) En miles de millones de pesetas de 1970 (deflactor implícito del PIB).

(**) Depósitos reales/Número de oficinas. Viene expresada en millones de pesetas de 1970.

(***) Incremento anual de depósitos reales/Incremento anual de número de oficinas.

Fuentes: Banco de España, «Boletín Estadístico» e «Informe anual 1979», y elaboración propia.

dados. Por tanto, es de suponer que, en un mercado con exceso de demanda de depósitos, la competencia entre los Bancos llevará a una elevación de tipos pasivos sobre los depósitos libres (8).

Y esa competencia, probablemente, ha tenido lugar. La política monetaria contractiva y el proceso de expansión bancaria (reforzado a principios de la década de los setenta, y acentuado sobre todo desde 1975: cuadro n.º 10), motivaron una fuerte búsqueda de pasivo, que no pudo ser neutral para los tipos de interés.

¿Es aceptable, entonces, el argumento de que los tipos de interés pasivos han crecido «excesivamente», por haber «demasiada» competencia bancaria? Este es un argumento que se ha utilizado en el pasado, a la hora de establecer controles sobre los tipos de interés, y nos parece que no es admisible, porque: 1) No ha habido evidencias históricas de que esa competencia «excesiva» haya tenido lugar. 2) Un oligopsonista explota de alguna manera a los que le venden; si además el precio del producto está establecido legalmente por debajo del de equilibrio, la explotación es mayor. La liberalización de ese precio legal (o su elevación) provocará un acercamiento del precio hacia el que permite el oligopsonio; en última instancia, rompiendo éste se elevará aún más el precio, hacia el que resultaría en un mercado competitivo. Pero por fuerte que sea la elevación (cuadro n.º 3), no hay motivos para calificar de excesivo lo que no es sino una marcha hacia el precio competitivo. 3) Para juzgar si la competencia ha sido excesiva, se pueden considerar los efectos que

CUADRO N.º 11
EVOLUCION DE LOS PRODUCTOS Y COSTES FINANCIEROS
Y DE LOS GASTOS ORDINARIOS
(1976 = 100)

| AÑOS | Productos financieros | Costes financieros | Gastos ordinarios |
|------------|-----------------------|--------------------|-------------------|
| 1976 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 1977 | 138,1 | 142,3 | 138,4 |
| 1978 | 186,5 | 208,0 | 181,7 |
| 1979 | 232,2 | 273,2 | 223,4 |

Fuentes: Banco de España, «Boletín Económico», abril 1980, pág. 5, y elaboración propia.

haya tenido sobre la Banca (reducción de beneficios, suspensiones de pagos, etc.). Y es verdad que esos efectos se han producido, pero no por la causa indicada. Los beneficios han caído por un aumento de gastos (también no financieros) y por la misma erosión —motivada por las liberalizaciones que comentamos— de los beneficios oligopolísticos y oligopsonísticos. Y las suspensiones de pagos tienen más que ver con la deficiente gestión que con la competencia «excesiva».

Al considerar la elevación de los tipos de interés pasivos, no podemos olvidar la competencia de otros activos financieros: tal es el caso de los tipos de interés en los euromercados (cuadro n.º 9), y, sobre todo, la fuerte competencia que, en cantidad y precio, suponen las recientes emisiones de deuda pública, cuyos tipos de interés resultan anormalmente altos, tratándose de un activo seguro y líquido.

4.2. Costes de intermediación

El cuadro n.º 11 recoge algunos datos relevantes sobre la evolución de los gastos no financieros de la Banca. Aunque

han crecido menos que los financieros, es probable, en una primera impresión, que hayan tenido algún efecto sobre la subida de los tipos activos de interés.

Es un tema espinoso dilucidar por qué se han incrementado esos gastos no financieros de las entidades bancarias. Los factores que hay que considerar son muy variados, desde las economías o deseconomías de escala (por Banco o por oficina) hasta las variaciones en la productividad; desde los efectos de las nuevas técnicas hasta las subidas autónomas de salarios. Aquí nos detendremos sólo en un aspecto de la cuestión: en qué medida las entidades financieras, al lanzarse a la competencia ya señalada (materializada en un elevado ritmo de apertura de oficinas), han podido contribuir a una elevación de los gastos de intermediación y, consiguientemente, de los tipos de interés activos. Se trata, en definitiva, de identificar qué parte del aumento de gastos de personal (la partida más importante de los gastos no financieros de la Banca) se debe a subidas autónomas de salarios, y qué parte a la pérdida de productividad de la Banca.

Los depósitos reales por oficina (cuadro n.º 10, tercera columna) y los depósitos reales por empleado (cuadro n.º 12) dan una idea de la pérdida de «productividad» operada en la Banca a consecuencia de la apertura de oficinas señalada. En parte, esa pérdida de productividad no le es imputable, si se considera que una oficina nueva necesariamente tendrá una productividad media baja (eso es lo que estamos midiendo); lo importante es que la productividad marginal sea positiva, alta y creciente (que no lo es: cuadro n.º 10). Junto a esto, los gastos de personal por empleado crecieron notablemente (cuadro n.º 12). ¿Qué parte del aumento de esos gastos laborales cabe atribuir a los mayores salarios y cuotas de la seguridad social y cuál a la pérdida de «productividad» bancaria? Bajo unos supuestos muy sencillos, llegamos a la conclusión de que el tipo medio de interés de las inversiones patrimoniales totales de la Banca, que creció un 41,6 por 100 entre 1976 y 1979 (cuadro n.º 1), hubiese crecido sólo alrededor de un 36 por 100 si no se hubiese deteriorado la «productividad» en dicho período (o sea, el coste medio del crédito —total de inversiones patrimoniales— hubiese sido en 1979 de sólo un 12,04-12,10 por 100, frente al 12,54 por 100 que se produjo en la realidad).

Llegamos, pues, a la conclusión de que la pérdida de «productividad» de la Banca, debida a la política de apertura de oficinas, puede haber tenido efectos negativos sobre el coste del crédito, encareciéndolo: pero esos efectos no han sido importantes (frente a las otras causas que incidieron: la misma infla-

ción, la elevación «autónoma» de salarios, el mayor volumen de impagados, etc.). Aparte de que hay motivos para sostener que el tipo de interés de los créditos se fija con cierta independencia del coste de los recursos financieros y de los gastos no financieros, en las circunstancias específicas de la política monetaria española de los últimos años.

* * *

¿A qué conclusiones nos lleva este capítulo? Podemos resumirlas brevemente así:

- Una causa de la subida de los tipos activos de interés ha sido la inflación esperada: pero es una causa secundaria, en cuanto que no ha evitado que los tipos reales se hiciesen negativos, en buena parte del período.
- El poder de la Banca sobre su precio no ha podido ejercerlo, por la relativa independencia de los mercados de depósitos y de crédito. Aunque los ahorradores no han podido obtener tipos reales positivos para los depósitos, sus tasas han crecido proporcionalmente más que las

activas, sin que la Banca pudiese repercutir en sus deudores el mayor coste de sus recursos.

- Nos parece que la principal causa de la subida de los tipos activos ha sido la relativa escasez de financiación, al menos en 1974 y 1976-79, que hemos atribuido a la política monetaria restrictiva y a las subidas importadas de precios.
- La liberalización de tipos de interés y los aumentos de tipos legales, activos y pasivos, se han traducido en subidas efectivas (por lo general, con algún retraso). Esta explicación está íntimamente conectada con la anterior. Por otro lado, no hemos encontrado evidencia de que las subidas de intereses pasivos hayan sido la «causa» de las de los intereses activos.
- Nos parece que los costes no financieros de la Banca han jugado, si lo han hecho, un papel muy limitado en el encarecimiento del crédito. En particular, no hemos hallado evidencia de que la pérdida de «productividad» bancaria haya incidido significa-

CUADRO N.º 12

GASTOS DE PERSONAL (BANCA PRIVADA)

| AÑOS | Gastos de personal por empleado (en millones de pesetas) | N.º de empleados (en miles) | Depósitos reales por empleado (en millones de pesetas) |
|------|--|-----------------------------|--|
| 1976 | 0,67 | 161,9 | 10,9 |
| 1977 | 0,90 | 171,5 | 9,8 |
| 1978 | 1,08 | 174,2 | 9,5 |
| 1979 | 1,26 | 178,7 | 9,6 |

Fuentes: Banco de España, «Boletín Económico», abril 1980, pág. 6; cuadro n.º 10, y elaboración propia.

tivamente en las elevaciones de intereses pasivos.

II. INCIDENCIA DE LA EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES SOBRE EL AHORRO FINANCIERO

La ciencia económica considera que el ahorro es función de la renta de los sujetos (de la renta permanente y de la transitoria u ocasional), y también de la riqueza, pero que la incidencia de los tipos de interés sobre el volumen total de ahorro es pequeña. En cuanto a la inflación, parece que no tiene efectos importantes sobre el ahorro global, aunque sí sobre su composición.

Como el cuadro n.º 13 pone de manifiesto, la propensión media al ahorro ha disminuido, en España, en los últimos años, lo cual no es de extrañar, tratándose de un período en que la renta (permanente y transitoria) se ha reducido considerablemente: en este fenómeno no han tenido por qué intervenir los tipos de interés (9). Los cuadros números 13 y 14 muestran el comportamiento relativo del ahorro financiero (10) en esos años: también ha experimentado una tendencia decreciente. Comparando esa evolución con la de los tipos de interés pasivos, parece admisible concluir que, desde 1975, el ahorro financiero responde, con retraso, a los cambios en los tipos pasivos reales de interés, así como a los cambios en la tasa de inflación (sin retraso). No es arriesgado concluir, pues, que la caída de los tipos reales de interés ha tenido efectos negativos sobre el ahorro financiero. En cuanto al comportamiento de los depósitos

CUADRO N.º 13

COMPORTAMIENTO DEL AHORRO TOTAL Y FINANCIERO
(En %)

| AÑOS | Propensión media al ahorro (*) | Propensión media al ahorro financiero (**) |
|------|--------------------------------|--|
| 1975 | 23,3 | 16,9 |
| 1976 | 21,3 | 17,0 |
| 1977 | 20,6 | 15,6 |
| 1978 | 21,6 | 15,4 |
| 1979 | 20,6 | 14,4 |

(*) Ahorro nacional bruto/Renta nacional bruta disponible.
(**) Variación de activos financieros/Renta nacional bruta disponible.
Fuentes: Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

CUADRO N.º 14

PROPORCION DEL AHORRO FINANCIERO SOBRE EL AHORRO TOTAL
(En %) (*)

| | |
|------|------|
| 1975 | 72,6 |
| 1976 | 80,1 |
| 1977 | 75,7 |
| 1978 | 71,6 |
| 1979 | 69,7 |

(*) Variación de activos financieros/Ahorro nacional bruto.
Fuentes: Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

CUADRO N.º 15

PROPORCION DEL INCREMENTO DE DEPOSITOS EN EL SISTEMA CREDITICIO SOBRE EL AHORRO NACIONAL BRUTO
(En %)

| | |
|------|------|
| 1971 | 43,4 |
| 1972 | 61,1 |
| 1973 | 63,4 |
| 1974 | 50,8 |
| 1975 | 53,3 |
| 1976 | 59,1 |
| 1977 | 54,0 |
| 1978 | 53,6 |
| 1979 | 55,3 |

Fuentes: Banco de España, «Boletín Estadístico» e «Informe anual 1979», y elaboración propia.

(cuadro n.º 15), parece responder también a los cambios en sus tipos reales de interés con un desfase de, aproximadamente, un año (o aun sin desfase).

De los cuadros núms. 16 a 19 se pueden deducir otras conclusiones acerca de la composición del ahorro financiero. Como era de esperar, el papel de los tipos de interés reales es aquí más patente. Los depósitos cuyos tipos han estado controlados en los últimos años (los a la vista, de ahorro y a plazo me-

nor de un año) caen, en proporción al total, elevándose sobre todo los depósitos a un año o más (que es donde se concentraron los diferenciales de intereses tras la liberalización de 1977). La parte representada por los activos de renta fija sube, aunque poco, por la influencia de la deuda pública; la de la renta variable, baja: una vez

CUADRO N.º 16

VARIACION DE ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PRIVADO

(En miles de millones de pesetas y %)

| | 1975 | | 1976 | | 1977 | |
|-----------------------------|-------------------|-------|-------------------|-------|-------------------|-------|
| | Miles de millones | % | Miles de millones | % | Miles de millones | % |
| Efectivo | 77,3 | 7,5 | 90,8 | 7,3 | 162,5 | 11,4 |
| Dep. vista | 240,4 | 23,4 | 317,8 | 25,6 | 300,8 | 21,1 |
| Dep. ahorro | 252,7 | 24,6 | 338,4 | 27,3 | 320,3 | 22,5 |
| Dep. plazo | 262,7 | 25,6 | 260,1 | 21,0 | 394,7 | 27,7 |
| < 1 año | 31,2 | 3,0 | 24,2 | 2,0 | 8,4 | 0,6 |
| De 1 a 2 años | -18,0 | -1,8 | 55,8 | 4,5 | 221,3 | 15,5 |
| > 2 años | 249,5 | 24,3 | 180,1 | 14,5 | 165,0 | 11,6 |
| Dep. ahorro vinculado | -1,8 | -0,2 | -0,7 | - | -0,5 | - |
| Disp. líquidas | 831,3 | 81,0 | 1.006,3 | 81,2 | 1.177,8 | 82,7 |
| Otros act. líquidos | 68,1 | 6,6 | 113,2 | 9,1 | 147,0 | 10,3 |
| Total act. líquidos | 899,4 | 87,6 | 1.119,5 | 90,3 | 1.324,8 | 93,0 |
| Renta fija | 6,6 | 0,6 | 12,6 | 1,0 | 23,9 | 1,7 |
| Deuda del Estado | -0,8 | - | -0,4 | - | 13,1 | 0,9 |
| Obligaciones privadas | 10,8 | 1,1 | 12,8 | 1,0 | 7,6 | 0,5 |
| Renta variable | 108,2 | 10,5 | 90,0 | 7,3 | 63,6 | 4,5 |
| Créditos | 12,4 | 1,2 | 17,8 | 1,4 | 11,7 | 0,8 |
| TOTAL | 1.026,6 | 100,0 | 1.239,9 | 100,0 | 1.424,0 | 100,0 |
| TOTAL DEFLACTADO (*) | 1.026,6 | - | 1.062,5 | - | 994,4 | - |

(*) Deflactor implícito del PIB (base 1975=100).

Fuentes: Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

más, el papel de los tipos relativos de interés nos parece decisivo en esta evolución.

En resumen, parece admisible explicar la caída del ahorro global sin atender a los tipos de interés. La caída relativa del ahorro financiero sí parece relacionada con el carácter negativo de los tipos de interés reales pasivos. En cuanto a la composición del ahorro financiero, los tipos reales relativos de interés juegan un papel destacado (11).

CUADRO N.º 17

VARIACION ANUAL DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PRIVADO, POR PLAZOS

(En %)

| | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|
| A menos de un año (*) ... | 60,3 | 72,4 | 63,8 | 56,2 | 37,2 |
| A más de un año ... | 39,7 | 27,6 | 36,2 | 43,8 | 62,8 |

(*) Incluye: Efectivo, depósitos a la vista, de ahorro y a plazo menor de un año (en bancos, cajas y cooperativas de crédito), depósitos de ahorro del emigrante, efectos y otras obligaciones a pagar, Bonos del Tesoro y créditos a corto plazo en el extranjero.

Fuentes: Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

CUADRO N.º 16 (continuación)

VARIACION DE ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PRIVADO

(En miles de millones de pesetas y %)

| | 1978 | | 1979 | |
|-----------------------------|-------------------|-------|-------------------|-------|
| | Miles de millones | % | Miles de millones | % |
| Efectivo | 168,8 | 11,4 | 93,1 | 4,9 |
| Dep. vista | 298,2 | 17,1 | 203,1 | 10,7 |
| Dep. ahorro | 383,7 | 22,0 | 323,9 | 17,1 |
| Dep. plazo | 626,1 | 35,9 | 979,0 | 51,6 |
| < 1 año | 6,3 | 0,4 | -33,8 | -1,8 |
| De 1 a 2 años | 483,8 | 27,7 | 866,7 | 45,7 |
| > 2 años | 136,0 | 7,8 | 146,1 | 7,7 |
| Dep. ahorro vinculado | -0,4 | - | -0,3 | - |
| Disp. líquidas | 1.476,4 | 84,5 | 1.598,9 | 84,3 |
| Otros act. líquidos | 142,5 | 8,2 | 145,9 | 7,7 |
| Total act. líquidos | 1.619,1 | 92,7 | 1.744,8 | 92,0 |
| Renta fija | 39,2 | 2,2 | 57,5 | 3,0 |
| Deuda del Estado | 32,1 | 1,8 | 46,1 | 2,4 |
| Obligaciones privadas | 2,8 | 0,2 | -0,6 | - |
| Renta variable | 70,4 | 4,0 | 82,8 | 4,4 |
| Créditos | 17,9 | 1,0 | 12,5 | 0,7 |
| TOTAL | 1.746,4 | 100,0 | 1.897,6 | 100,0 |
| TOTAL DEFLACTADO (*) | 1.009,5 | - | 949,7 | - |

(*) Deflactor implícito del PIB (base 1975 = 100).

Fuentes: Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

CUADRO N.º 18

COMPOSICION DE LAS DISPONIBILIDADES LIQUIDAS

(En %)

| AÑOS | Efectivo | Depósitos a la vista | Depósitos de ahorro | Depósitos a plazo (*) |
|------------|----------|----------------------|---------------------|-----------------------|
| 1973 | 10,5 | 27,7 | 29,7 | 32,1 |
| 1974 | 10,2 | 27,5 | 28,0 | 34,3 |
| 1975 | 10,0 | 27,8 | 28,4 | 33,8 |
| 1976 | 9,9 | 28,4 | 29,3 | 32,4 |
| 1977 | 10,5 | 27,9 | 28,9 | 32,7 |
| 1978 | 10,6 | 26,6 | 28,5 | 34,3 |
| 1979 | 9,9 | 24,5 | 27,2 | 38,4 |

(*) Incluye depósitos de ahorro vinculado.

Fuentes: Banco de España, «Boletín Estadístico», y elaboración propia.

¿Se puede sostener que la subida de los tipos pasivos reales de interés por encima de cero es necesaria para devolver a la economía española las tasas elevadas de ahorro de antaño? Por lo dicho, nos parece que no a nivel global, aunque el crecimiento de los activos financieros puede verse ayudado por un aumento de su remuneración real. No hay que olvidar la incidencia de otros factores que pueden conducir a tasas bajas de ahorro, aun con tipos de interés reales positivos: aumento de la seguridad social, de los subsidios de desempleo,

CUADRO N.º 19

ESTRUCTURA DE LOS DEPOSITOS DE LA BANCA PRIVADA
(En %)

| A Ñ O S | Menos de 1 año (*) | De 1 a 2 años | Más de 2 años (**) |
|---------|--------------------|---------------|--------------------|
| 1973 | 65,1 | 20,0 | 14,9 |
| 1974 | 62,5 | 13,9 | 23,6 |
| 1975 | 63,2 | 10,8 | 26,0 |
| 1976 | 64,0 | 9,7 | 26,3 |
| 1977 | 62,3 | 12,5 | 25,2 |
| 1978 | 59,1 | 18,7 | 22,2 |
| 1979 | 52,5 | 28,3 | 19,2 |

(*) Depósitos a la vista, de ahorro y a plazo menor de un año.

(**) Depósitos a plazo a dos o más años y bonos de caja.

Fuentes: Banco de España, «Boletín Estadístico», y elaboración propia.

den con los derivados de otras fuentes (principalmente, el Banco de España). En lo que sigue, prestamos atención, sucesivamente, a la cuantía de la financiación y a su precio.

Respecto de la primera (cuadros núms. 20 y 21), se aprecia en 1977 y 1978 la reducción del valor nominal de los pasivos financieros del sector privado, que se convierte en fuerte reducción, en términos reales, para 1977-79 (un fenómeno que ya habíamos detectado antes: véase capítulo I, sección 2 y cuadros números 7 y 8). Además, se aprecia un cambio importante en la composición de esa financiación: el crédito del sistema financiero en pesetas cae en 1978 y se recupera en 1979; el crédito bancario es el protagonista de aquella caída de 1978, en

de ciertos impuestos, del ahorro público, etc. De todos modos, a la vista de lo dicho antes, podemos señalar también que la caída de la tasa de inflación parece tener efectos más importantes sobre el ahorro financiero que la elevación de los tipos nominales de interés: en primer lugar porque contribuye más que ésta a la elevación de los tipos reales, y en segundo lugar porque elimina el atractivo de los bienes físicos como forma de conservar la riqueza. Señalemos, finalmente, que en la medida en que perdure la inestabilidad económica, social y política, seguirá habiendo una preferencia por los activos más líquidos.

III. EL COSTE DEL CREDITO Y LOS RESULTADOS DE LAS EMPRESAS

A la hora de evaluar los efectos que ha tenido la subida de los tipos de interés sobre la cuenta de resultados de las empresas, nos encontramos con un problema de información: no

disponemos de datos directos, sino sólo de los resultados de unas encuestas (12), que no dejan de ser inciertos, sobre todo porque no siempre coinci-

CUADRO N.º 20

VARIACION ANUAL DE LA FINANCIACION DEL SECTOR PRIVADO (*)
(En miles de millones de pesetas y en %)

| | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|--|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| Crédito de inst. financieras en pesetas (**) | 710,7 (58,6) | 992,9 (67,3) | 1.062,0 (72,7) | 926,2 (64,8) | 1.161,9 (74,8) |
| Id. en moneda extranjera. | 169,9 (14,0) | 175,9 (11,9) | 186,0 (12,7) | 189,3 (13,3) | 90,9 (5,8) |
| Emisiones renta fija | 85,3 (7,0) | 110,0 (7,5) | 115,5 (7,9) | 78,7 (5,5) | 75,4 (4,9) |
| Emisiones renta variable. | 110,6 (9,1) | 91,2 (6,2) | 66,7 (4,6) | 85,8 (6,0) | 79,3 (5,1) |
| TOTAL (***) | 1.213,2 | 1.475,0 | 1.461,2 | 1.428,3 | 1.554,0 |
| Bancos | 513,3 | 694,3 | 706,0 | 508,9 | 800,2 |
| Cajas de Ahorro | 138,7 | 188,7 | 226,6 | 278,6 | 187,3 |

(*) Incrementos de pasivos.

(**) Desglose por bancos y cajas, al pie del cuadro.

(***) Las diferencias con las partidas anteriores se deben a otras no incluidas: Créditos a empresas públicas, Créditos a administraciones públicas, Inversiones extranjeras y Sin clasificar.

Fuentes: Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

CUADRO N.º 21

**VARIACION DE PASIVOS DEL SECTOR PRIVADO
EN TERMINOS REALES (*)**

(En miles de millones de pesetas)

| | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 |
|--|---------|---------|---------|-------|-------|
| Crédito del sistema crediticio en pesetas... | 710,7 | 850,8 | 741,6 | 535,4 | 581,5 |
| Total variación pasivos ... | 1.213,2 | 1.263,9 | 1.020,4 | 825,6 | 777,8 |

(*) Deflactado con el índice de precios implícito del PIB (1975 = 100).

Fuentes: Cuadro n.º 20; Banco de España, «Informe anual 1979», y elaboración propia.

pequeña. En efecto, el beneficio de explotación (en porcentaje sobre las ventas), que fue del 8 por 100 en 1972-73, cayó hasta el 2,1 por 100 en 1979, y lo hubiese hecho hasta el 3,7 por 100 si los costes financieros no hubiesen crecido (en relación a las ventas) en ese período. El beneficio neto antes de impuestos, que fue de un 9,1 por 100 sobre las ventas en 1972, habría sido un 4,3 por 100 en 1978, si el coste del crédito no se hubiese incrementado; en la realidad, ese encarecimiento hizo caer el

CUADRO N.º 22

ESTRUCTURA FINANCIERA DE LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS

(En %)

| | 1972 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | Media 72-78 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|----------------|
| Fondos propios + amortizaciones ... | 50,8 | 49,8 | 51,3 | 53,2 | 53,2 | 52,3 | 52,7 | 51,9 |
| Deuda a largo y medio plazo ... | 17,1 | 16,6 | 15,4 | 15,1 | 15,7 | 12,8 | 13,6 | 15,2 |
| Deuda a corto plazo ... | 32,1 | 33,6 | 33,3 | 31,7 | 31,1 | 34,9 | 33,7 | 32,9 |
| Proporción Deuda a medio y largo/ Deuda a corto ... | 53,3 | 49,4 | 46,2 | 47,6 | 50,5 | 36,7 | 40,4 | 46,2 |

Fuentes: A. Cuervo, «Análisis económico-financiero de la empresa española», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 3, 1980, y elaboración propia.

tanto que el de las Cajas de Ahorros lo es en 1979. Las emisiones de renta fija y variable pierden importancia relativa.

Desde el punto de vista de las empresas (cuadro n.º 22), vuelven a ser 1977 y 1978 (a falta de datos sobre 1979) los protagonistas de una caída de la financiación a largo, sustituida (relativamente) por deuda a corto.

El impacto psicológico de estos hechos sobre la empresa parece haber sido claro, las respuestas que atribuyen las dificultades de las empresas a problemas de financiación, en la

encuesta de la Cámara de Comercio de Barcelona, se elevan notablemente. En definitiva, esto parece reflejar la escasez de crédito, y no tanto el encarecimiento del mismo.

Porque, ¿cuál ha sido el efecto de la subida de los tipos de interés pagados por los créditos, en la cuenta de resultados de las empresas? El cuadro número 23 revela que la partida de costes que más ha crecido, proporcionalmente, entre 1972 y 1979, ha sido la de los financieros, agravando el deterioro de los beneficios empresariales. Pero su contribución ha sido

beneficio antes de impuestos al 2,9 por 100. El mantenimiento de las condiciones financieras de 1972 no hubiese evitado, pues, una caída del beneficio de más del 50 por 100, en los años considerados. Y los gastos financieros hubiesen tenido que ser *negativos* en 1979, para que las empresas hubiesen obtenido, en dicho año, un beneficio sobre ventas como el de 1972.

Parece lógico concluir, pues, que, aunque es verdad que los costes crecientes del crédito han agravado la situación de las empresas, lo han hecho en pequeña cuantía; y si se hubiesen

CUADRO N.º 23

COSTES Y BENEFICIOS SOBRE VENTAS

(En %)

| | 1972 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 (*) | Media 72-79 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|----------|----------------|
| Materias primas y auxiliares | 40,8 | 41,9 | 44,0 | 43,5 | 41,9 | 46,2 | 43,1 | 43,2 | 43,1 |
| Gastos de personal | 24,1 | 23,7 | 23,9 | 24,9 | 27,8 | 27,7 | 29,1 | 28,8 | 26,3 |
| Gastos financieros | 3,8 | 3,7 | 4,0 | 4,6 | 4,8 | 4,5 | 5,5 | 5,4 | 4,5 |
| Beneficio de explotación | 7,9 | 8,1 | 6,8 | 5,8 | 4,9 | 4,5 | 2,5 | 2,1 | 5,3 |
| Beneficios de explotación sin incremento de gastos financieros (**) | 7,9 | 8,0 | 7,0 | 6,6 | 5,9 | 5,2 | 4,2 | 3,7 | 6,1 |
| Beneficio neto antes impuestos | 9,1 | 8,5 | 7,6 | 5,4 | 5,1 | 4,8 | 2,9 | — | — |
| Beneficio neto antes impuestos sin in- cremento de gastos financieros (**) | 9,1 | 8,3 | 7,6 | 6,0 | 6,1 | 5,1 | 4,3 | — | — |

(*) Estimación.

(**) Beneficio que se habría obtenido si los gastos financieros no hubiesen superado el porcentaje de 1972.

Fuentes: A. Cuervo, «Análisis económico-financiero de la empresa española», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 3, 1980, y elaboración propia.

mantenido «neutrales» (a su nivel de 1972) no habrían evitado buena parte de la caída del beneficio que tuvo lugar (13).

IV. COSTE DEL CREDITO E INVERSION

Los economistas suelen utilizar una regla sencilla para explicar la relación entre inversión y tipos de interés: mientras el rendimiento esperado sea superior al coste de la financiación (medido, aproximadamente, por el tipo de interés), se llevarán a cabo inversiones; cuando sea inferior, la inversión se detendrá. No parece, pues, que el estancamiento y aun retroceso de la inversión productiva en España (crecimiento de -4,9 por 100 en 1975, -2,8 por 100 en 1976, -1,7 por 100 en 1977, -6 por 100 en 1978) sea ajeno al alza de los tipos de interés. Pero no es lícito concluir que la culpa sea de los tipos de interés, pues resulta obvio que, en España en los últimos años, las expectativas de rendimiento de

la inversión han debido caer profundamente. Basta pensar cuáles son ahora las expectativas de ventas, de elevación de salarios, de precios de las primeras materias, etc., para los próximos meses o años, o fijarse en la evolución de los beneficios de las empresas (cuadro número 23), para concluir que, sea cual sea el tipo de interés vigente, es probable que el rendimiento esperado de casi todas las inversiones planeadas sea menor. Con otras palabras: haría falta un tipo de interés negativo (como se ha apuntado en el capítulo anterior) para que la inversión siguiese siendo rentable (14).

En definitiva, vamos a parar a un punto en que tanto Keynes (15) como los monetaristas estarían de acuerdo: en situaciones de crisis profunda y generalizada, como la que sufrimos, cuando las expectativas de beneficio se han reducido considerablemente, no se puede confiar en una reducción de los costes financieros para reanimar la inversión (16). Por otro

lado, no se debe recurrir a una política monetaria expansiva para dicha reducción de tipos de interés, porque, aunque su primer efecto podría ser beneficioso, generaría pronto tasas de inflación más altas, que aumentarían la demanda de crédito, y con ello la necesidad de una nueva expansión monetaria, etc.

V. CONCLUSIONES

Estamos ya en condiciones de responder a las preguntas que nos hicimos al principio de este artículo. ¿Por qué han subido los tipos de interés en España, en los años setenta, como lo han hecho? Por la influencia conjunta de la inflación, del exceso de demanda de crédito y de la liberalización y elevación de los tipos activos. Y nos parece que, visto el carácter negativo de los tipos activos reales, y la facilidad de adaptación de los tipos nominales, pese a estar controlados, la segunda causa es la más significativa. Por otro lado, los costes financieros

de la Banca, aunque importantes para los beneficios de ésta, nos parece que no han sido relevantes en la determinación de los tipos activos de interés. En cuanto a los costes de intermediación, han podido tener cierta influencia; no obstante no se debe exagerar el papel de la caída de «productividad» de la Banca.

No parece que los tipos de interés hayan desempeñado un papel significativo en la caída de la propensión media al ahorro; no obstante, encontramos alguna evidencia de que el ahorro financiero reacciona inversamente, con algún retardo, a su remuneración (en términos reales) y quizás también a la caída de la tasa de inflación. Los tipos reales de interés tienen una influencia ya mucho más notable sobre la composición de los activos financieros (y, por tanto, sobre la eficiencia de sus mercados).

Las empresas españolas han acusado el crecimiento de los tipos de interés, pero, sobre todo, se han resentido de la falta de financiación suficiente. Hemos asistido en los últimos años a una caída en los beneficios empresariales a la que han contribuido los altos tipos de interés, pero esa contribución no debe exagerarse: habría hecho falta un coste negativo del crédito en 1979 para que las empresas hubiesen mantenido sus beneficios de 1972-73, lo que hace pensar que no son los tipos de interés los causantes de la crisis actual. Ni cabe tampoco esperar que sea un abaratamiento de la financiación lo que lleve a la reactivación: las medidas han de dirigirse hacia la recuperación de las expectativas de rentabilidad de las inversiones.

A la hora de sacar conclusiones de todo lo anterior, para iluminar las decisiones sobre la futura liberalización del sistema financiero, hay que reconocer la influencia de juicios de valor que actúan junto con los argumentos económicos. En principio, nos parece deseable esa liberalización. Y las páginas que anteceden no hacen sino apoyar esta actitud previa. En el fondo, cuando un economista defiende la conveniencia de liberalizar un mercado es porque está convencido de que sus ventajas superan a sus inconvenientes (en cuanto a eficiencia en la transmisión de señales, asignación de recursos, justicia en las retribuciones, reparto de las cargas, etc.). Pero, además, nos parece que los problemas que tiene ahora nuestra economía se habrían producido igualmente sin la liberalización del sistema financiero (en la pequeña medida en que ya se ha llevado a cabo), y habríamos tenido otros problemas adicionales. Los costes financieros quizás hubiesen sido ligeramente menores para las empresas carentes de financiación. Pero es muy discutible, a la vista de lo dicho antes, que los tipos de interés hubiesen sido más bajos sin liberalización. Por supuesto, el ahorro financiero se hubiese visto aún más perjudicado. Y no se habría evitado, en absoluto, la crisis.

Lo mismo nos parece que se puede decir de la salida de la crisis: no depende, a nuestro juicio, de la liberalización del sistema financiero (otra cosa es que esta liberalización, aislada de otras reformas, sea viable). Las medidas que se han propuesto en ocasiones para «abaratar» el coste financiero de la Banca y «reducir» la subida de

tipos activos nos parece que tienen justificaciones diversas. Muchas son admisibles, como fomentar la competencia bancaria, reducir los coeficientes obligatorios de Bancos y Cajas, liberalizar los tipos de interés sobre operaciones especiales, reformar la operativa legal de las letras de cambio y de la compensación bancaria, permitir el cobro directo por los servicios prestados, reducir el nivel de activos líquidos que se obliga a retener a la Banca, rentabilizar dichos activos líquidos, etcétera. De ellas, algunas nos parece que no incidirían en el coste del crédito, pero mejorarían la eficiencia del sistema; otras permitirían elevar los tipos pasivos (y quizás incluso reducir los activos). Pero no se olvide que, sobre todo, serían, en muchos casos, medios para hacer más llevadera para la Banca la reducción de sus beneficios, que se operará si se liberalizan los tipos pasivos.

NOTAS

(*) El original presentado a la Mesa Redonda incluía dos gráficos y dos Apéndices: uno, de naturaleza teórica, sobre la relación entre los mercados de crédito y de depósito (cap. I, sección 1), y otro justificativo de las cifras del apartado 4.2 del capítulo I. Los interesados en dichos apéndices pueden pedirlos al autor.

(1) En lo que sigue, utilizaremos las cifras referidas a la Banca, aunque buena parte de las situaciones y argumentos —si bien no todos— se pueden aplicar también a las Cajas de Ahorros.

(2) Este argumento no debe ser exagerado. El excedente neto de explotación, en porcentaje de la renta nacional neta al coste de los factores, cayó del 39 por 100 en 1973 y 1974 al 37 por 100 en 1975, y apenas se movió de ese nuevo nivel en los cuatro años siguientes (cfr.: Banco de España, *Informe anual 1979*). El cuadro n.º 22 pone también de manifiesto que el deterioro de la autofinanciación no ha sido tan grave en los últimos años.

(3) Las otras partidas de coste de la Banca crecieron más aprisa que la tasa de inflación (cuadro n.º 11).

(4) Cfr.: A. ARGANDOÑA, «La demanda de dinero en España, 1901-1970», *Cuadernos de Economía*, enero-abril 1975; ibidem, «Nuevas consideraciones sobre la demanda de dinero en España», *Cuadernos de Economía*, mayo-agosto 1975.

(5) No nos ocupamos aquí de los cambios experimentados por los tipos vigentes sobre operaciones especiales.

(5 bis) El último cambio ha tenido lugar en 1981: O.M. de 17 de enero, *BOE* del 19.

(6) Es más: en 1977 y 1978 se produjo un crecimiento desacomodado de la porción de las disponibilidades líquidas representada por el efectivo en manos del público (moneda y billetes).

(7) Las distintas fechas son: 1) marzo 1970: elevación de 0,5 puntos los depósitos a la vista y de ahorro y de un punto los a plazo; 2) enero 1971: reducción general de 0,25 puntos; 3) abril 1971: otra reducción general de 0,25 puntos; 4) octubre 1971: reducción de 0,5 puntos sobre depósitos de ahorro y de un punto sobre los a plazo; 5) julio 1973: alza de 0,25 puntos los depósitos a la vista, 0,5 los de ahorro y un punto los a plazo; 6) agosto 1974: alzas de 0,25, 0,75 y un punto, respectivamente; 7) julio 1977: alzas de un punto los depósitos de ahorro y a plazo. [El último cambio ha tenido lugar en enero de 1981.]

(8) El tipo efectivamente pagado sobre los depósitos a la vista está muy por debajo del máximo legal permitido (1 por 100). Esto no contradice lo dicho en el texto, porque un acuerdo entre los Bancos sobre limitación de los tipos libres daría lugar, probablemente, a reacciones mucho mayores (incluso a acciones antimonopolio) que sí se da sobre los tipos controlados. Además, un Banco pequeño con grandes necesidades de liquidez puede elevar sensiblemente los tipos pagados sobre algunos depósitos a plazo, para atraer clientela (que quitará a los otros Bancos); esa subida de tipos deberá ser notable, para que resulte efectiva, y provocará escasa reacción de la gran Banca (a corto plazo), si el que lo hace es un Banco pequeño; pero tratándose de depósitos a la vista, el pagar más apenas atraerá clientes, pues se podrá pagar poco más (hasta el tipo legal). Con otras palabras: la oferta de depósitos a plazo por el público será, probablemente, más elástica que la oferta de depósitos a la vista; por ello, un alza de los tipos libres a plazo puede servir para atraer clientes, cosa que no se logrará aumentando los tipos sobre depósitos a la vista hasta el límite legal. Esto último se intentó otras veces, en forma de extratipos, pero ahora es más cómodo lograrlo, dentro de la ley, mediante los tipos libres.

(9) Las cifras de ahorro de la Contabilidad Nacional no incluyen la compra de bienes duraderos de consumo que, hablando con propiedad, son una forma de ahorro. A pesar de la subvaloración que ello ocasiona, es razonable pensar que la propensión media al ahorro ha caído desde 1975.

(10) Llamamos aquí ahorro financiero al incremento anual en los activos financieros poseídos por el país. El concepto no es preciso y, por supuesto, tampoco es exactamente comparable con el de ahorro global, pero puede servir como indicador.

(11) No hay que olvidar la incidencia de otros factores: reforma fiscal, competencia de la deuda pública, caída de la Bolsa y pérdidas de capital en la misma, etc.

(12) Cfr.: A. CUERVO, «Análisis económico-financiero de la empresa española», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 3, 1980, páginas 150-161. Sus datos se derivan del trabajo publicado por la APD, «Examen económico-financiero de la empresa española».

(13) Nótese que en 1976 y 1977 los gastos financieros, en porcentaje sobre las ventas, fueron iguales al beneficio de explotación, e inferiores en 1978-79 (cuadro

número 23). Ello explica el «apalancamiento negativo» de esos últimos años: las empresas conseguían recursos ajenos al 5,4 por 100 en 1979 (el porcentaje se calcula sobre las ventas), para sacarles una rentabilidad del 2,1 por 100 (sobre ventas).

(14) Hay que tener en cuenta también que no basta considerar el tipo de interés del crédito bancario si, en un mercado no liberalizado, no hay fondos disponibles para un proyecto, debido al exceso de demanda que se genera a un tipo legal de interés artificialmente bajo.

(15) Cfr.: A. LEIJONHUFVUD, *Análisis de Keynes y de la economía keynesiana*, Barcelona, Vicens Vives, 1976.

(16) Lo cual no quiere decir que el coste del crédito sea indiferente: en definitiva, es un componente del coste total y contribuye a determinar el Beneficio y el volumen de autofinanciación posible.

LA BANCA Y LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

Rafael TERMES CARRERO

CREO que no tengo que consumir mucho espacio para demostrar que soy, desde antiguo, un ferviente defensor de la liberalización del sistema financiero, dentro de un sistema de economía de mercado. Me limitaré a recordar que en mayo de 1977, cuando el país se hallaba en una discusión parecida a la que hoy nos ocupa, la Asociación para el Progreso de la Dirección organizó una mesa redonda para enfrentar opiniones en pro y en contra de la liberalización de los tipos de interés, entonces más intervenidos que hoy. El turno que yo consumí fue totalmente a favor.

Desde entonces no he perdido oportunidad para declararme personalmente partidario de la progresiva y ordenada liberalización del sistema financiero, porque me inscribo en la línea de pensamiento que opina que el sistema de libre empresa, sin

ser la panacea universal, tiene más ventajas que cualquier otro.

Sin embargo, en esta ocasión mi intervención no responderá sólo a mi personal pensamiento en relación con la liberalización del sistema financiero, sino que reflejará el sentir común de la Banca, contenido en el informe que, a petición del Gobierno, fue elaborado en el seno de la AEB y, después de ser unánimemente aprobado por el Consejo General de la Asociación, fue entregado al Ministro de Economía y Comercio el día 18 de noviembre de 1980.

Por tanto, apoyándome en las tesis contenidas en el informe a que me refiero, puedo afirmar que me identifico, en términos generales, con el contenido del artículo de Juan José Toribio, pero que, dejando los aspectos del mismo que se refieren a la liberalización del Banco de España, Mercado de Valores, Coope-