

Introducción Editorial

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO: UN REPASO DE LAS PRINCIPALES NOVEDADES

POCOS sectores —como el que integran las distintas instituciones y procedimientos financieros españoles— han registrado cambios más recientes e importantes. Cambios que se inician al comienzo de la década de los setenta, se articulan y organizan con un sentido unitario en 1977 y se continúan —no siempre con la misma intensidad— en años posteriores. Vistas las cosas desde hoy, es evidente que la reforma del sistema financiero ha cambiado bastantes cosas, que ni las instituciones ni el funcionamiento del sistema financiero responden ya a sus características de otro tiempo. Nuevas instituciones y procedimientos han surgido del proceso reformador, mientras subsisten aún algunos rasgos del viejo y tradicional sistema financiero. Esta situación actual de nuestro sistema financiero parecía pedir un detenido repaso del proceso de reforma para contar y valorar el camino recorrido, apreciar el grado en el que se ha conseguido su modernización y aproximación a los sistemas financieros desarrollados y para describir, en fin, una a una, las principales novedades institucionales registradas en el sistema financiero español. Este es el triple propósito del número 9 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

Nos parece tan necesario como justo reconocer que la realización de este número de PAPELES no hubiera sido posible sin contar con la generosa colaboración y el desinteresado apoyo de la Dirección General de Política Financiera, y de quienes viven las incidencias diarias del sistema financiero español, que han accedido a contar a nuestros lectores el funcionamiento de las instituciones que tan bien conocen y los principales problemas que las afectan. Creemos que el contenido de este número 9 de PAPELES ofrece un amplio panorama, tan útil como interesante, a todo aquel lector a quien importe informarse de la situación actual del sistema financiero español. Consignar el agradecimiento al esfuerzo de los colaboradores de este número 9 de PAPELES, un agradecimiento que esperamos secunden nuestros lectores, creemos que debe constituir el primer y principal objetivo de esta introducción editorial.

**VEINTE
COLABORACIONES
SOBRE EL SISTEMA
FINANCIERO
ESPAÑOL**

Si el lector observa el índice de este número 9 de PAPELES contará un total de veinte colaboraciones referidas al sistema financiero español. Como fácilmente puede comprobarse, esas veinte colaboraciones se dividen en dos grupos diferentes. El grupo más numeroso comprende dieciocho colaboraciones que tratan de aspectos concretos del sistema financiero: aquellos en los que se han registrado las principales novedades reformadoras. Hemos intentado que todas las innovaciones del sistema financiero o aquellas parcelas del mismo en las que se han registrado alteraciones en la legislación que las regulaba, o en el comportamiento de los agentes que operaban en ellas, o bien las modificaciones en el cuadro legal que incidía sobre las conductas de los mercados financieros (como la imposición, por ejemplo), se abordasen por colaboradores independientes, y por colaboradores que conocían y/o interpretaban esas innovaciones o modificaciones. Este propósito descriptivo del panorama de las reformas del sistema financiero, y las numerosas modificaciones realizadas en el mismo, explican tanto el crecido número de colaboraciones, como el espacio que les hemos destinado. Esas dieciocho colaboraciones se completan con otras dos en las que se describe y se valora el proceso de reforma del sistema financiero desde ángulos muy distintos: desde la política financiera, lo hace el trabajo del profesor **Valle**, desde el funcionamiento del mercado financiero, el artículo de **Raimundo Poveda**.

**LA REFORMA
DEL SISTEMA
FINANCIERO:
UNA
INTERPRETACION
DESDE LA
POLITICA
ECONOMICA**

La pregunta fundamental de un número como éste de PAPELES, dedicado a exponer las novedades registradas en el funcionamiento de la economía financiera española, es la dirigida hacia los criterios a que esa reforma responde y las áreas en que esas modificaciones se inscriben. Y justamente es esa la primera cuestión que encuentra su respuesta en el trabajo del profesor **Valle**. El título de su trabajo describe ya el criterio rector de la reforma, al considerar a ésta como un proceso de modernización basado en los principios de la economía de mercado. Modernización para acercar a nuestras instituciones a las de la CEE, libertad y competencia para administrar mejor los recursos disponibles (reduciendo el margen de intervencionismo y discrecionalidad que caracterizaban al sistema financiero tradicional) y para lograr mayor claridad y transparencia que las ofrecidas por el sistema financiero tradicional, demasiado oscuro siempre para conocer en él los verdaderos costes del crédito y para detectar las auténticas direcciones seguidas por las corrientes de financiación. Estos propósitos de la reforma se han materializado en **cinco áreas fundamentales**: en la importante novedad institucional que supone la entrada de la Banca extranjera; en la potenciación de los activos e instituciones de los mercados a corto plazo; en la búsqueda de fórmulas racionales para ampliar los plazos en los flujos de fondos hacia las empresas; en las importantes modificaciones técnicas del mercado de valores y en la búsqueda de fórmulas singulares para facilitar la financiación especializada de cierto tipo de empresas y actividades (pequeñas y medianas empresas, vivienda, exportación). Al sentido y fundamento unitario de

las reformas emprendidas en esas cinco áreas se refiere detenidamente el profesor **Valle**, reformas cuyo contenido se detalla en otras colaboraciones de este número de PAPELES.

Un segundo y muy distinto tema, contenido en el trabajo del profesor **Valle**, es el de la relación entre la reforma financiera y la crítica situación de la economía. ¿Hasta qué punto la **reforma** del sistema financiero ha influido negativamente sobre la recuperación de la economía?, es la pregunta que trata de contestarse ante la existencia de algunas respuestas condenatorias que culpan a la reforma del sistema financiero de las dificultades de las empresas (al no proveerlas —se afirma— de crédito suficiente y barato, al encarecer los tipos de interés, al reducir los plazos de los préstamos). Una crítica que, como afirma el profesor **Valle**, parte de una visión equivocada del proceso reformador, ignora los costes del crédito aplicado **antes** y **después** de la reforma, no admite el necesario reajuste industrial e ignora las fuerzas que están detrás de los elevados tipos de interés actuales (con motivos muy distintos del proceso de reforma del sistema financiero). Las críticas a la reforma del sistema financiero han discurrido en España bajo el doble peso de los intereses y las ideologías en sentido equivocado, sobre todo porque las sugerencias de muchos críticos no han hecho sino aconsejar la vuelta a las viejas prácticas intervencionistas, articuladas mediante los conocidos canales de los coeficientes de inversión obligatoria, el control de los tipos de interés (tras del que aparece la más vieja y errónea de las ideas arbitristas españolas: la de que es posible y conveniente tasar y controlar los precios) y el suministro abundante de crédito a los sectores productivos en dificultades. Con esas medidas es imposible sacar a la economía real española de la comprometida situación en la que se encuentra. Las críticas admisibles a la política económica deben discurrir en otras direcciones distintas a la reforma del sistema financiero, precisamente aquellas que sugieren actuaciones coherentes y constructivas para afrontar los problemas reales de la economía que no se han realizado y que discurren en cuatro líneas diferentes: en la necesidad de resolver el problema energético y disminuir sus repercusiones internas, en el crecimiento excesivo de los salarios reales con perjuicio del excedente empresarial y de las inversiones, en la limitada flexibilidad concedida a la empresa española para adaptarse a la crisis, en el crecimiento y destino del déficit público. Es en el difícil rumbo de esas reformas en el que hay que buscar el futuro económico y no en el pasado de un sistema financiero intervenido para mantener al margen del mercado y la competencia sectores industriales sin futuro.

La reforma del sistema financiero español se contempla en el trabajo de **Raimundo Poveda** a través de la perspectiva del mercado. De su existencia y de sus limitaciones a lo largo del tiempo. Un tiempo que el autor divide en tres grandes etapas: la primera discurre hasta los años sesenta (definida por un mercado rígido y asistemáticamente intervenido); la segunda, marcada por la intervención, domina en los

**EL
FUNCIONAMIENTO
DEL MERCADO
FINANCIERO
ESPAÑOL**

años sesenta; la tercera se inicia en la década del setenta y se prolonga hasta la actualidad. Esas tres etapas desgranar una larga historia contada en el trabajo de **Raimundo Poveda** con detalle y muchas valoraciones, pero bajo la óptica siempre de referir los hechos al funcionamiento del mercado financiero.

Esa historia muestra —en opinión del autor— una dirección muy clara del intervencionismo a la libertad. El punto de partida es un intenso intervencionismo lleno de defectos que regulaba un sistema financiero carente de mercados, instrumentos y servicios financieros importantes existentes en otros países, desconectado de los mercados internacionales, incapaz de poder practicar una política monetaria moderna. Ese sistema financiero tradicional es el que se reforma en los comienzos de la década del sesenta, reforzando la política intervencionista en favor del desarrollo de la economía por múltiples procedimientos: circuitos privilegiados, ampliación de los plazos de los créditos, desarrollo del crédito oficial, regulación de las entidades de crédito según rígidos esquemas-tipo. Esta fase de aguda intervención apartaba cada vez más el sistema financiero español del de los países occidentales. Esa realidad y el fracaso de algunas intervenciones concretas en beneficio de determinados sectores productivos, motivaron el proceso de liberalización de los setenta, que nos sitúa en los ochenta ante un sistema financiero más moderno y distinto de los del pasado, que ofrece como impresión de conjunto —concluye el autor— «la rápida acomodación hacia un sistema financiero de patrón occidental, y hacia unos mercados monetarios, bursátiles, de crédito y de captación de fondos, homologables en eficacia a los de otros países del área de la OCDE».

Es obvio que este apretado resumen no hace justicia al documentado trabajo de **Poveda**, en el que el lector encontrará una interesante aproximación al sistema financiero español y una descripción valiosa y llena de matices de los principios que han orientado su funcionamiento a lo largo del tiempo y de los poderosos motivos de su actual reforma.

**LAS NOVEDADES
DEL PROCESO
DE REFORMA DEL
SISTEMA
FINANCIERO
ESPAÑOL:
SUS PRINCIPALES
DIRECCIONES**

Como antes se indicó, el grueso de las colaboraciones del número 9 de PAPELES intenta contar al lector las principales novedades registradas en nuestro sistema financiero, realizadas a partir de su reciente reforma. La agrupación convencional de estos trabajos que sigue el índice de la Revista distingue seis núcleos diferentes:

- Banca extranjera en España (regulación y posibles aportaciones a la reforma del sistema financiero). Dos colaboraciones estudian este primer tema desde distintas perspectivas: las de **Pilar Alvarez** y **Henri de Lamarlere**.
- Las modificaciones que han permitido potenciar los activos e instituciones en el mercado del corto plazo. Como indica el trabajo del profesor **Valle**, dos novedades básicas cabe registrar aquí: la aparición de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero (estudiadas en el artículo de **Raimundo Ortega**) y el desarrollo del

mercado de letras avaladas por la Banca y negociadas en la Bolsa (que se analizan en dos trabajos de los que son autores **Francisco Javier Ramos Gascón** y **José Fernández Alvarez-Castellanos**).

- La aparición de fórmulas tendentes a procurar una ampliación de los plazos en el flujo de fondos a las empresas, campo en el que se inscriben las operaciones de créditos con tipos de interés variable (en especial las operaciones sindicadas por un grupo de entidades financieras). Al estudio de sus características y principales aportaciones se dedica el artículo de **Fernando Vargas**.
- La reforma del mercado de valores que, siguiendo las recomendaciones de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, creada en agosto de 1977, ha incorporado interesantes modificaciones, entre las que figuran: las tendentes a organizar mejor el mercado (dotándole de competencia), tema que da su contenido al trabajo de **Pedro Carrión** sobre «Información y transparencia del mercado de valores»; las dirigidas a potenciar el mercado secundario de valores y a facilitar la liquidez de los títulos, aspecto que se desarrolla en el artículo de **Pedro Domínguez Sors**; las orientadas a fomentar la afluencia de ahorro al mercado de valores, bien mediante operaciones de crédito con créditos en dinero y títulos, operaciones que se estudian en el ensayo de **Manuel de la Concha**, o bien gracias a la nueva regulación prevista para las instituciones de inversión colectiva, que propone el trabajo de **Fernández Rañada**, o merced al nuevo tratamiento fiscal de renta y valores mobiliarios, que estudian dos documentados trabajos de **Francisco Javier Eiroa** y **Jesús Quintas**.
- La consideración de fórmulas singulares para facilitar la financiación especializada, bien de determinadas actividades, bien de ciertos tipos de empresas. Este cuarto grupo de reformas del sistema financiero se analiza en tres artículos: la financiación de la vivienda mediante una nueva regulación del mercado hipotecario, cuyos problemas se exponen por **Antonio Santillana**; el crédito a la exportación, que estudia el trabajo de **Rafael Manzanares**, y la financiación a la pequeña y mediana empresa, que puede discurrir por el cauce de las sociedades de garantía recíproca y el segundo aval, cuyas oportunidades y limitaciones trata el artículo de **González Grimaldo**.
- La situación actual de la financiación exterior de la economía española y las oportunidades de inversión española en el extranjero constituyen un sexto núcleo en el que nuestro sistema financiero ofrece algunos aspectos nuevos y peculiares. De esos temas se ocupan dos trabajos, referido el primero —escrito por **Fernando Varela**— a la financiación exterior de nuestra economía, y ocupándose el segundo —debido a **J. J. Durán** y **Paloma Sánchez Muñoz**— de presentar el panorama de la inversión española en el exterior.

Como puede comprobarse, el repaso de las novedades incorporadas a la organización financiera española es prácticamente completo, pues ninguna de las líneas fundamentales de la reforma ha dejado de con-

templarse en los trabajos que ponemos a disposición de nuestros lectores. Tratemos de destacar brevemente algunas de las principales conclusiones hacia las que esas colaboraciones llaman la atención del lector.

**BANCA EXTRANJERA:
SU NUEVA
REGULACION
Y SU PAPEL EN EL
SISTEMA
FINANCIERO**

Describir la actual regulación de la Banca extranjera en España y evaluar esa regulación, así como las posibles aportaciones de la Banca extranjera a nuestro mercado financiero, constituye el triple propósito del artículo de **Pilar Alvarez**. Hacia dos temas se atrae la atención y las preocupaciones del lector. En primer lugar, destaca la anomalía que constituye la existencia de una doble vía legal para la penetración de la Banca extranjera: mediante la constitución de una entidad según lo preceptuado por el Decreto 1.388/1978, y mediante la adquisición de un paquete de acciones mayoritario de un Banco español creado con anterioridad a 1972. Esta doble vía origina una divergencia de trato legal difícil de prolongar en el tiempo. La unificación de trato parece necesaria al igual que lo es —en opinión de la autora— la adaptación de esa legislación unificada a los principios que inspiran el tratamiento de la materia por la CEE, que incumple el Decreto 1.388/1978. Por otra parte, el trabajo acentúa la importancia de la posible aportación de la Banca extranjera al sistema financiero español mediante la incorporación de innovaciones que, como la que ha supuesto la creación del mercado de aceptaciones y de otras actividades semejantes, pueden suponer cambios en las formas de actuación de las propias instituciones financieras nacionales.

La breve nota de **Henri de Lamarlere** «Banca extranjera en España: una experiencia», muestra al lector los cauces por los que ha debido discurrir la actividad de la Banca extranjera en España hasta llegar al Decreto 1.388/1978, y las alternativas abiertas desde esa última fecha. **Lamarlere** acentúa el hecho de que la Banca extranjera trata no sólo de estar en nuestro mercado financiero, sino también de contribuir a innovarlo, como lo demuestran dos claros ejemplos: el desarrollo del mercado de letras y los créditos sindicados con tipos de interés variable. A estas fórmulas habrán de seguir otras, pues es de una innovación acrecida de la que depende el progreso financiero y económico, y la que justifica la presencia de la Banca extranjera en el sistema financiero español.

**LA POTENCIACION
DE ACTIVOS
E INSTITUCIONES
EN EL MERCADO DEL
CORTO PLAZO:
LAS SOCIEDADES
MEDIADORAS
Y EL MERCADO
DE LETRAS**

Una necesidad obvia de la reforma del sistema financiero es la de potenciar y asentar un mercado monetario, lo que requiere multiplicar el número de agentes que en él operan y el desarrollo de activos que en él se negocien. Tratando de mejorar esas perspectivas, han aparecido las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, cuyas características jurídicas y objetivos principales —tomando como referencia la situación comparada— se analizan en el artículo de **Raimundo Ortega**. A la vista de su regulación actual y de la situación de nuestro mercado de dinero, el autor se pregunta por su futuro. Un futuro problemático

dependiente de la largueza de miras con la que Bancos y Cajas de Ahorros entiendan el posible beneficio que pueden representar para ellos, y de la creación de activos que puedan dar origen a mercados fluidos a los que accedan otros agentes y entidades.

El desarrollo del mercado de letras avaladas por la Banca y negociadas en la Bolsa constituye una importante novedad nacida del proceso de reforma del sistema financiero que desempeña destacadas funciones: ofrece un activo líquido, seguro y rentable al público; ofrece un apoyo para calcular un tipo de interés de referencia en el mercado a corto plazo, y establece una relación organizada entre el mercado de dinero y el de valores. Esas destacadas funciones y la importancia que, día a día, va adquiriendo la negociación bursátil de letras de cambio ha hecho aconsejable tratar de brindar una información amplia sobre ese tema en este número de PAPELES. Los trabajos de **Francisco Javier Ramos Gascón** y **José Fernández Álvarez-Castellanos**, ambos agentes de Cambio y Bolsa, pretenden cumplir este objetivo, suministrando datos sobre cuestiones fundamentales relacionadas con este nuevo «corro» de las Bolsas españolas.

Datos que van desde las cifras de contratación a los cálculos de rentabilidad de este tipo de inversión, pasando por una detallada descripción del sistema operativo, que se ha considerado especialmente útil, dada su falta generalizada de conocimiento entre los habituales de la Bolsa por la novedad del mercado.

Por su parte, **Francisco Javier Ramos** se preocupa de estudiar las perspectivas de evolución del mercado, con especial alusión al desarrollo del secundario, en la medida en que pueda atraer de forma especial fondos actualmente colocados en otros activos a plazos inferiores al año.

La panorámica se completa con un análisis del régimen fiscal del mercado de letras realizado por **José Fernández Álvarez-Castellanos**, a la luz del nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta.

Una novedad importante del proceso de reforma del sistema financiero, por cuanto trata de romper con la criticada y tradicional resistencia de la Banca española a operar a plazo medio y largo (resistencia justificada hoy en la incertidumbre sobre el grado de inflación), es la de las operaciones de crédito a tipos de interés variable en pesetas. Operaciones que aparecen tardíamente en España (a finales de 1979) y cuyo contenido, posibles aportaciones y debilidades se analizan en el artículo de **Fernando Vargas**.

La aparición de este tipo de operaciones en nuestro país se explica por dos grupos de motivos. De una parte y **por el lado de la oferta**, por las necesidades de los Bancos extranjeros instalados en España —debido a sus dificultades para obtener cantidades importantes en forma de depósitos en pesetas— de obtener los fondos necesarios del

**LAS FORMULAS
TENDENTES
A LA AMPLIACION
DEL PLAZO
EN EL FLUJO
DE FONDOS
A LAS EMPRESAS:
LAS OPERACIONES
CON TIPOS DE
INTERES VARIABLE**

mercado interbancario, lo que les impedía conceder créditos a tipo fijo, ya que el mercado interbancario se ha caracterizado por una fuerte variabilidad de los tipos de interés; y, de otra parte, **por el lado de la demanda**, animaban estas operaciones las necesidades de importantes volúmenes de financiación a medio y largo plazo de las empresas españolas. Sólo al coincidir los intereses de los dos lados del mercado ha sido posible su generalización. Hecho que se ha registrado con especial fuerza, por cuanto los créditos a interés variable se sitúan hoy en torno al 5 por 100 del crédito de la Banca, mientras hace un año se cifraban en torno al 2 por 100.

Cuatro son los **aspectos positivos** más importantes que el autor destaca en este tipo de operaciones. Permiten a la entidad conceder créditos a plazos más largos que los medios del mercado español, dado que el prestamista puede cubrirse ante el aumento del coste de sus pasivos alterando sus tipos activos. En segundo lugar, la financiación a tipo variable en pesetas tiene hoy un coste razonable pues el MIBOR y el preferencial español son tipos baratos comparados en el LIBOR o el **prime rate** de Estados Unidos y, por otra parte, no tienen riesgo de cambio. En tercer lugar, es obvio que la existencia de estas operaciones amplía la gama de opciones disponibles para la empresa española en el mercado de créditos; y finalmente, debe afirmarse que la extensión de su uso comienza a influir positivamente en la estructura y funcionamiento del mercado interbancario, ya que los Bancos que practican esas operaciones funcionan como agentes mediadores entre el mercado interbancario y el prestatario último. Lo cual rompe la tradicional separación que ha existido entre el mercado monetario y el mercado de créditos, haciendo que los movimientos de los tipos interbancarios sean menos extremos porque provocarán reacciones compensadoras de oferta y demanda en este último mercado. Por otra parte, la extensión de estas operaciones influye en que se esté registrando en el mercado interbancario una evolución importante hacia plazos mayores en detrimento de las operaciones día a día, dominantes hasta hace algunos años.

La principal **debilidad** de este mercado de créditos a tipo variable deriva de las limitaciones del mercado interbancario español, ya que: 1.º, su dimensión puede imponer un límite al volumen de préstamos susceptible de financiarse por esta vía; 2.º, los movimientos erráticos de sus tipos reducen, obviamente, la gama de prestatarios a aquellos que pueden permitirse, en un momento dado, cancelar el contrato, y 3.º, debido a que en el mercado monetario se negocian activos a corto plazo, el período de interés rara vez supera los seis meses, siendo el más común el de un mes. Lo que constituye un elemento de inseguridad respecto al coste financiero con que se enfrenta el prestatario.

El primero de ellos, debido a **Pedro Carrión**, estudia los problemas que presenta el mercado de valores desde la perspectiva de la **información y transparencia**. El correcto funcionamiento del mercado de valores exige, de modo ineludible, una información veraz y amplia a quienes a él desean concurrir, para que sus opciones inversoras puedan efectuarse con racionalidad. Este tema, al que la Comisión para el Estudio y Reforma del Mercado de Valores, creada en 1977, prestó especial atención, se plantea en un doble frente. Por una parte, las sociedades, tanto si cotizan en Bolsa como si no lo hacen, están obligadas por su legislación propia, a dar cierta información a sus accionistas sobre la marcha de la empresa que personifican. Por otra, la Bolsa como mercado para conseguir su propia transparencia ha de informar también, debidamente, a quienes a ella concurren.

Es de este segundo aspecto del que se ocupa el artículo escrito por **Pedro Carrión**, mediante el análisis detallado de los artículos del Reglamento de bolsas, recientemente modificado, que regulan el tema y, muy especialmente, la cotización, como precio oficial.

La lectura del trabajo de **Pedro Carrión** revela la verdad de que, en estos campos, no siempre son las mejores reformas las que se plasman en modificaciones legislativas o reglamentarias, sino las que derivan de los propios hechos, en cuanto encuentran la capacidad del mercado de adaptarse a los cambios circunstanciales. Quizás sea ésta la primera demanda que quepa plantear en este caso: que sean nuestras propias Bolsas y quienes en ellas actúan quienes sepan responder, por los medios adecuados, a una requisitoria social en la que el «Boletín Oficial del Estado» ya ha cubierto su papel, pero cuya eficacia práctica puede resultar limitada si no se articulan los medios informativos precisos para que la Bolsa de valores incorpore las necesarias modificaciones.

El tema de **facilitar la liquidez de los títulos** constituye un tópico sobre el que suelen acumularse numerosas acusaciones de estrechez y disfuncionalidad a nuestra Bolsa, al tiempo que existe amplia confusión sobre lo que este concepto significa al aplicarlo al mercado de capitales. Con objeto de clarificar los conceptos básicos subyacentes a esta idea, el trabajo de **Domínguez Sors** analiza tanto la significación del número más o menos reducido de empresas que cotizan diariamente, como la capacidad del mercado para absorber en cualquier momento las ofertas y demandas que se presenten.

El trabajo discute y explica bajo estas perspectivas dos recientes Reales Decretos (1.848/1980, de 5 de septiembre, y 1.536/1981, de 13 de julio) que están en la línea de la reforma del mercado de valores y de las recomendaciones del Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores. Asimismo, se compara nuestra operativa con la de otros países. A continuación se comentan dos casos particulares del tópico de la manipulación de la Bolsa: el referente a la cotización de prestigio por sociedades interpuestas y la intervención institucional (Banco de España). Respecto del primero, el autor señala su escepticismo sobre que ésta pueda ser una fórmula viable a largo plazo,

y respecto del segundo, rechaza los comentarios sobre que sea cierta la actuación del Banco de España en Bolsa. Finalmente, el artículo dedica una sección a comentar la transformación reciente operada en el mercado de renta fija y la nueva normativa al respecto (Orden Ministerial de 10 de abril de 1981).

Una importante novedad, en el ámbito del mercado bursátil español, es la constituida por las **operaciones con crédito de dinero y títulos**.

A ella se dedica la colaboración de **Manuel de la Concha**, Síndico Presidente de la Bolsa de Madrid, que expone, con rigor y claridad, el conjunto de razones que han aconsejado optar, entre los posibles, por el sistema establecido, así como su funcionamiento.

Si hubiese de subrayarse la más destacada de las justificaciones del nuevo mecanismo, ésta sería, sin duda, su importancia como instrumento corrector o suavizador de las tendencias en la fluctuación de las cotizaciones. Además, mediante su implantación, se corrige la situación de hecho anterior, en virtud de la cual quienes mejor conocían la operativa real del mercado realizaban, en puridad, auténticas operaciones a plazo, aunque ilícitamente.

El nuevo sistema obvia los inconvenientes que las operaciones a plazo puras tendrían en los momentos actuales y, recogiendo aquellas novedades que la experiencia extranjera muestra de mayor utilidad, las incorpora al sistema español.

El funcionamiento de la operatoria se realiza en base a la contratación en régimen de contado, cubriéndola con dinero o títulos y una orden irrevocable de signo inverso, así como el depósito de una garantía mínima del 25 por 100 del importe de la operación. El plazo, pues, se refiere al crédito y no a la operación en sí.

Obviamente, el sistema exige una mayor información por parte de quienes lo utilicen, pues a las variaciones de la coyuntura bursátil se une aquí el factor tiempo, que puede ser determinante del signo, favorable o adverso, de la operación, pero puede contribuir en el futuro a la deseable suavización de tendencias, aunque los datos con que hasta ahora se cuenta parecen resaltar aspectos especulativos. Habrá que esperar, pues, a que la experiencia muestre su verdadero sentido y eficacia.

La necesidad de una Ley que regule de forma sistemática y general el conjunto de instituciones a través de las cuales se puede articular la **inversión colectiva** en España ha venido (y viene) subrayada por los hechos. No sólo han supuesto una voz de alarma en este sentido los escándalos financieros que en los últimos tiempos se han producido, con daño para numerosos ahorradores, sino también la necesidad de articular sistemas alternativos de previsión que, para el futuro, permitan la existencia de mecanismos que, al menos parcialmente, puedan aliviar a los organismos públicos de seguridad social de una parte del peso que supone el mantenimiento de las pensiones a niveles aceptables.

A estas dos razones básicas se unen otras, tales como la de promover y potenciar el mercado bursátil y la de adecuar el funcionamiento de estas entidades al nuevo sistema fiscal.

Atender a este conjunto de cuestiones es el objetivo del trabajo de **Pedro A. Fernández Rañada**. Obviamente se trata de una materia que, en el momento del debate parlamentario sobre su posible regulación, habrá de suscitar una polémica importante. Ofrecer la máxima información sobre los distintos aspectos de la inversión colectiva para clarificar los terrenos y el contenido de esa futura discusión política, es el propósito básico de este trabajo.

Aunque se trate de un tema que no ha sido todavía objeto de la necesaria cuantificación, es indudable que el **mercado de valores** es extraordinariamente sensible a los efectos que sobre él produce el impacto del **sistema tributario**, hasta el extremo de que quizás sea el inversor en valores el que se muestre más preocupado y consciente por los tributos que ha de pagar como consecuencia de esa actividad. Y ello, posiblemente, más por una intuición o por una reacción psicológica que por razones firmemente apoyadas en hechos y datos reales. De aquí que haya parecido inevitable incorporar a este número de PAPELES el tratamiento fiscal que los valores reciben hoy en España. Se ha contado para ello con la colaboración de **Francisco Javier Eiroa Villarnovo**, Subdirector General del Impuesto sobre Sociedades, y de **Jesús Quintas Bermúdez**, Jefe de la Sección del Impuesto sobre Sociedades y Régimen de Empresas, ambos Inspectores Financieros y Tributarios.

Cada una de esas colaboraciones aborda los problemas desde perspectivas distintas y complementarias.

Así, **Francisco Eiroa** expone, detallada y cuidadosamente, la regulación legal y reglamentaria de los Impuestos sobre la Renta y sobre Sociedades, en cuanto afectan a los valores mobiliarios, suministrando, además, un conjunto informativo de los criterios que la Administración financiera mantiene en cuanto a la aplicación de la normativa que rige los tributos de referencia.

Y por su parte, **Jesús Quintas** enfoca el tema desde una perspectiva diferente, prescindiendo del estudio legal, buscando la realidad del funcionamiento de los tributos desde la perspectiva de su neutralidad económica, y acabando con las propuestas que considera necesarias para mejorar los actuales mecanismos impositivos.

**LAS FORMULAS
PARA FACILITAR
LA FINANCIACION
ESPECIALIZADA:
EL MERCADO
HIPOTECARIO,
EL CREDITO
A LA EXPORTACION,
EL CREDITO
A LAS PYME**

Las deficiencias del sistema de financiación de la vivienda en España se centran hoy en tres hechos: la elevada aportación del adquirente (en muchas ocasiones el desembolso representa el 40 por 100 del valor de la vivienda), el papel decisivo de las Cajas de Ahorros y el creciente de la Banca oficial, y la falta de un **desarrollo del mercado hipotecario**. A partir de estas tres características, el trabajo de **Antonio Santillana** trata de analizar la situación comparada mediante una breve referencia a las instituciones hipotecarias existentes en el Reino Unido, Estados Unidos y Francia, que prácticamente abarcan las diversas opciones o posibilidades hacia las que podría encaminarse el crédito hipotecario en España. En ese sentido contempla la acomodación del mercado hipotecario francés a la reglamentación derivada de la actuación de una institución crediticia pública, **Crédit Foncier**, dotada de muy amplias facultades; la necesidad del intervencionismo gubernamental en un mercado muy competitivo como el de los Estados Unidos para otorgar liquidez y homogeneidad a las hipotecas, y el estímulo a la financiación de la vivienda a través de incentivos fiscales, como en el caso del Reino Unido.

En España existe lo que podría llamarse un mercado primario de préstamos hipotecarios y, con el fin de que se dé un verdadero desarrollo del mercado hipotecario, es necesario resolver dos cuestiones importantes: la inmovilización de recursos que implica el crédito con garantía hipotecaria y la escasa liquidez de las carteras de préstamos hipotecarios o de las obligaciones hipotecarias por el coste que supone su transmisión, por la falta de homogeneidad de los títulos y, finalmente, por la complejidad jurídica que presenta la transmisión.

La Ley de regulación del mercado hipotecario se propone salvar estos obstáculos movilizando las carteras de hipotecas, mediante la emisión de títulos hipotecarios en base a dichas carteras e intentando que estos títulos sean líquidos mediante el fomento de un mercado secundario apoyado en los fondos de regulación. Este objetivo se complementa con la regulación de las características básicas de las operaciones activas y pasivas de las entidades financieras que pueden operar en el mercado hipotecario, así como del régimen fiscal, financiero y administrativo que enmarca su actuación.

Los problemas de la vivienda en España que, en opinión del profesor **Santillana**, son básicamente de tipo financiero, van a requerir durante largos años el intervencionismo estatal, ya sea vía coeficiente o vía pacto, como el Programa Trienal; ahora bien, lo que sí puede facilitar esta Ley es que parte del ahorro se dirija al sector de la vivienda por las ventajas que la misma introduce, pero difícilmente podrá escaparse la política de vivienda de cierto intervencionismo financiero, aun cuando el crédito hipotecario y los títulos hipotecarios se desarrollen y prestigien en base a la Ley de regulación del mercado hipotecario.

Rafael Manzanares brinda un análisis completo de la situación española en un aspecto concreto: el **crédito a la exportación** con apoyo oficial, del que ha de subrayarse el importante esfuerzo realizado para

ofrecer a nuestros lectores una información absolutamente actual. A estos efectos se recogen y comentan las disposiciones vigentes —incluida la Orden de 12 de noviembre de 1981, sobre tipos de interés aplicables en las operaciones de crédito a la exportación.

Las distintas modalidades de créditos, su volumen, así como los acuerdos a que, en la materia, se ha llegado por el Consenso OCDE, forman el contenido básico de esta colaboración, que afronta los problemas que suscita la insuficiencia actual de los fondos que se destinan a la financiación de la exportación, insuficiencia que puede intentarse corregir mediante la progresiva sustitución de los fondos públicos en poder de las entidades crediticias por créditos a la exportación, así como por la mayor selectividad del crédito con apoyo oficial, que ha de ser especialmente cuidadosa en evitar todo despilfarro.

Las **sociedades de garantía recíproca** aparecen muy recientemente en España como una medida para intentar una solución válida a un problema fundamental de las pequeñas y medianas empresas: la insuficiencia de garantías a la hora de acudir a las entidades de crédito para obtener financiación. Al estudio de este problema permanente, pero que se agudiza en las situaciones de crisis como la actual, se dedica la colaboración de **González Grimaldo**. El punto de partida de su trabajo es el reconocimiento del hecho de que estas sociedades, que constituyen por sí mismas instrumentos eficaces para impulsar la financiación de las pequeñas y medianas empresas a través de un sistema de garantía mutua que permite a los socios tomar riesgos que pueden ser avalados por ellas, no son por sí solas suficientes.

Era necesario un nuevo instrumento que garantizase, dentro de unos límites prudenciales, las operaciones de crédito concertadas por las pequeñas y medianas empresas, miembros de las SGR y que instrumentase el necesario grado de tutela y protección estatal a las pequeñas y medianas empresas. Este instrumento es el recientemente regulado de la Sociedad Mixta del Segundo Aval del Estado, cuyo objeto es otorgar el aval necesario a las operaciones de crédito realizadas por las empresas miembros de las SGR, mediante la concesión de cupos de avales que estas últimas administran por sí mismas.

Pese a las limitaciones que la ley les impone (y que se detallan en el trabajo de **González Grimaldo**), la creación de las SGR y de la Sociedad Mixta del Segundo Aval es una medida muy positiva, ya que —a juicio del autor— el impulso que requiere la inversión en la pequeña y mediana empresa va a encontrar a buen seguro un instrumento fundamental en dichas entidades, de lo que es buena prueba el hecho de que, constituida la Sociedad Mixta el pasado mes de julio, haya adjudicado ya el techo de avales correspondientes a 1981 entre las distintas SGR solicitantes.

**PROBLEMAS
ACTUALES DE LA
FINANCIACION
EXTERIOR
DE LA ECONOMIA
ESPAÑOLA
Y DE LA INVERSION
DE LA EMPRESA
ESPAÑOLA
EN EL EXTERIOR**

Un repaso de la situación actual de nuestro sistema financiero no resultaría completo sin incluir un estudio que nos permitiera conocer la **posición relativa de España en los mercados internacionales** y sus posibilidades de endeudamiento, así como las características de la deuda viva, y evaluar los factores que determinan el «precio» actual del «riesgo español». A partir de ese conocimiento podría y debería formularse una política tendente a mantener y mejorar la situación española en los mercados internacionales. Pues bien, esos son precisamente los puntos que aborda el trabajo —por demás interesante— de **Fernando Varela**.

El análisis actualizado de la inversión española en el exterior constituye un hueco informativo importante de nuestra literatura económica, que no han llenado trabajos recientes, tan limitados en sus realizaciones como excedidos en su título. Consciente de esta necesidad, la Fundación FIES encargó a **Juan José Durán Herrera** y **María Paloma Sánchez Muñoz** la elaboración de un amplio estudio sobre el tema, cuyo resumen aparece en este número, publicado en forma de artículo. Además de presentar en él una importante documentación estadística, agregada y elaborada convenientemente para facilitar su explotación, se comentan una serie de aspectos importantes que deseamos destacar brevemente.

En primer lugar, la inversión española en el extranjero ha atravesado dos etapas bien diferentes. La primera de ellas discurre hasta 1975 y se caracteriza por el predominio de las inversiones tendentes a apoyar la expansión comercial de nuestras exportaciones en Europa. La segunda, abierta con la crisis, tiene como destino fundamental Iberoamérica, cuyos países totalizan más del 64 por 100 de las inversiones españolas en el exterior. Se trata de una inversión motivada en cuanto que se apoya en la disponibilidad de un nivel tecnológico semejante, favorece el desplazamiento de la tecnología hacia la dotación de los recursos productivos, y trata de crear una estructura financiera en el exterior que apoye la presencia empresarial en ellos. La preponderancia de la inversión exterior española en sectores afectados por la crisis es clara (pesca, construcción naval, automoción, construcción), lo que denota su importancia, no sólo cuantitativa, sino cualitativa. Con todo, el proceso de inversión española en el exterior no ha hecho sino comenzar, pues sus cifras totales son modestas, y aunque deben vencerse determinadas dificultades, no cabe duda de que constituye una salida interesante para la actividad económica española.

**LAS CAJAS
DE AHORROS ANTE
LA REFORMA
DEL SISTEMA
FINANCIERO**

Como el lector podrá observar, junto con las novedades ofrecidas por la reforma del sistema financiero, el índice de este número de PAPELES recoge una colaboración y unas opiniones referidas a un tema concreto que es necesario abordar, aunque al hacerlo no resulte cómodo. Se trata de valorar con objetividad la posición relativa en que han situado a las Cajas de Ahorros la reforma del sistema financiero.

Una característica exigible de la reforma del sistema financiero es la de un tratamiento equitativo de las distintas instituciones que forman parte del mismo. Y es aquí donde se ha dejado oír con frecuencia, pero sin eco suficiente —ni en la opinión ni en las decisiones públicas— la queja de las Cajas de Ahorros. Esa queja manifiesta la clara desigualdad en que se encuentran situadas frente al resto de las instituciones del sistema financiero. Y las consecuencias que para las Cajas y para la instauración de la competencia tiene un proceso de liberalización que distribuye posibilidades de libertad diferentes entre instituciones financieras que, al encontrarse situadas en posiciones de partida muy distintas, tienen muy desiguales oportunidades de actuación en el mercado. Parecía importante que esas afirmaciones, frecuentemente reiteradas por las Cajas de Ahorros, se concretasen más, tanto en cifras como en opiniones precisas de quienes las dirigen. Y ese doble propósito es el que trata de alcanzar la colaboración que este número incluye debida a **Jorge Juan Pereira**, y la encuesta de opinión realizada entre **Directores de Cajas de Ahorros** de distinta dimensión y características.

Tres son los problemas —en opinión de **J. J. Pereira**— que a las Cajas de Ahorros ha planteado el proceso de reforma del sistema financiero: 1.º, el elevado y desigual coeficiente de inversión obligatoria; 2.º, la existencia, dentro del sistema financiero, de condiciones objetivas que restan a las Cajas de Ahorros capacidad de competencia y que se traducen en una pérdida potencial de mercado; y 3.º, la menor rentabilidad relativa de las inversiones de las Cajas de Ahorros —en parte deseada, pero en parte derivada de obligaciones impuestas que les resta capacidad de competir.

Es evidente que la importancia del primero de esos problemas desborda claramente a los otros dos y que, incluso, esos otros dos giran en torno a él. Por este motivo, parece importante expresar en cifras esa denunciada discriminación que para las Cajas de Ahorros implican los coeficientes legales. El cuadro n.º 4, que incluye el artículo de **Pereira**, presenta sin retórica estas desigualdades de **partida**, en el **recorrido** del proceso de reforma y en el **punto de llegada** de las reducciones previstas. Esa desigualdad de los coeficientes legales no se registra sólo en el coeficiente de inversión obligatoria, afecta a todos ellos. Al coeficiente de caja con respecto al vigente para las cooperativas de crédito. Al porcentaje de depósitos remunerados exigido sólo a las Cajas de Ahorros y Banca privada. Y a la financiación privilegiada con respecto de todas las instituciones, en claro perjuicio de las Cajas de Ahorros. El hecho de que hoy —a comienzos de 1982— las Cajas dispongan, para realizar sus inversiones libres, de menos de la mitad de sus pasivos computables es un dato bien significativo y lo son aún más las diferencias de esa cantidad con la que el juego de los coeficientes establece para las otras instituciones del sistema financiero (las diferencias de los coeficientes son, para principios de 1982, 22,90 con la Banca no industrial, 25,90 con la Banca industrial y 39,35 con las Cooperativas).

Es obvio que una discriminación de estas características tiene que ser considerada como fundamental en el proceso de reforma del sistema financiero y que, sin terminar con esa notable desigualdad institucional, es muy difícil establecer condiciones de competencia justa y equitativa.

La necesidad del mantenimiento de la cuota de mercado es otra de las desigualdades que padecen las Cajas de Ahorros frente al resto de las instituciones financieras. La capacidad de competencia de cualquier entidad está determinada por la rentabilidad de sus activos, que definen las bases de partida para competir por la captación de recursos a distintas entidades financieras. La aguda competencia actual por la captación de recursos entre las distintas instituciones financieras y la limitada rentabilidad de los activos de las Cajas de Ahorros han creado unas condiciones objetivas que favorecen una competencia desigual, situación que explica la pérdida de cuota de mercado que, en los últimos ejercicios, han registrado las Cajas de Ahorros respecto de otras instituciones financieras del sistema.

En tercer lugar, la menor rentabilidad relativa de las inversiones de las Cajas de Ahorros, en relación con otros intermediarios financieros, es un hecho que deriva de distintos motivos, entre los cuales se han destacado, con razón, tres fundamentales: dedicación a inversiones menos rentables (por la elevada proporción de inversión obligatoria y por la marginación histórica de las Cajas de Ahorros hasta época reciente de ciertas categorías de inversión); la percepción de menores tipos de interés, situados por debajo de los aplicados por la Banca (hecho que prueba la propia información ofrecida por el Banco de España); finalmente, la mayor amplitud del plazo de los créditos concedidos por las Cajas de Ahorros respecto del plazo al que opera la Banca privada. La menor rentabilidad de las Cajas de Ahorros por esas tres motivaciones afecta a su capacidad de competencia en el mercado, hecho que debe tomar en cuenta el proceso de reforma del sistema financiero.

La posición de desigualdad de las Cajas de Ahorros, y la discriminación que el proceso de reforma del sistema financiero ha supuesto para estas entidades, constituye una proposición basada en los hechos, pero que, sin embargo, no ha penetrado en la opinión pública, ni tampoco en la política económica española. Increíblemente, el proceso de reforma del sistema financiero se ha presentado, con frecuencia, como un movimiento que favorecía a los intereses de las Cajas de Ahorros. Ciertamente es que las propias Cajas de Ahorros han afirmado en sus Asambleas su creencia en la necesidad del proceso de reforma del sistema financiero, porque la política de ajuste a la crisis económica exigía, por un servicio a los intereses generales, esa reforma de nuestra financiación. Pero, sin embargo, se ha omitido la insistencia con la que las Cajas de Ahorros han reclamado un **trato equitativo** en ese motivado proceso de reforma que, hasta ahora, no han recibido. En este sentido, debe indicarse que, al menos las últimas disposiciones fundamentales de reforma del sistema financiero, las correspondientes al mes de enero de 1981, independientemente consideradas, no han resultado perjudi-

ciales, como se demuestra en el trabajo de **Jorge Juan Pereira**, circunstancia ésta que no ha concurrido en otras disposiciones reformadoras, con excepción de la Reforma de 1977. Sin embargo, si la reforma y liberalización del sistema financiero deben continuar (y parece necesario que así sea por la necesidad de la política de ajuste a la crisis), la discriminación de las Cajas de Ahorros debe evitarse, y ello sólo es posible actuando sobre los desiguales coeficientes de inversión obligatoria, única base para garantizar una concurrencia competitiva.

Contrastar estas opiniones con quienes viven diariamente los problemas de las Cajas de Ahorros españolas y dirigen la administración de sus recursos, parecía conveniente para ofrecer al lector unas opiniones auténticas y representativas de las Cajas de Ahorros sobre el proceso de reforma del sistema financiero. A ese propósito ha respondido la encuesta entre los Directores de las Cajas de Ahorros que se contiene en la sección de Opiniones de este número 9 de PAPELES. Como el lector podrá comprobar leyendo estas opiniones, todas ellas parecen coincidir en algunos puntos:

- Considerar como positivo el balance general de las medidas de reforma, en cuanto tienden a un aumento de la competencia. Sin embargo, la diferencia temporal entre las medidas que afectan al pasivo y al activo puede producir efectos relativos perjudiciales a las Cajas de Ahorros. Es evidente que la postura justa sería: reducir e igualar la proporción de recursos cautivos entre Cajas y Banca y liberalizar luego los tipos de interés pasivos.
- Existe un notable acuerdo en considerar como primera causa de discriminación entre Cajas de Ahorros y otras instituciones financieras, la cuantía de los coeficientes de inversión obligatoria. En el segundo puesto figurarían: la menor rentabilidad relativa de las inversiones, debida a las obligaciones impuestas, con la existencia de otras condiciones objetivas que obstaculizan la competencia. La concesión de plazos mayores en los créditos figura detrás de los obstáculos anteriores, y se le concede poca importancia a la menor rentabilidad, debida a decisiones voluntarias de las propias Cajas en atención a su clientela o a la filosofía social que corresponde a su mismo nacimiento como institución de crédito.
- Los efectos discriminatorios padecidos por las Cajas de Ahorros se concretan en tres fundamentales: 1.º, pérdida de cuota de mercado por la dificultad de retribuir al pasivo como la competencia; 2.º, encarecimiento de la financiación a sectores que tradicionalmente vienen siendo clientes de las Cajas; y 3.º, los vencimientos medios de los activos, superiores en las Cajas a la media del mercado, lo que dificulta la adaptación a las características de un mercado cambiante.
- Respecto de los principios que deberían guiar a la reforma del sistema financiero, la encuesta destaca seis fundamentales:
 - 1) Igualdad de condiciones y oportunidades en el mercado. El Estado debe crear otros mecanismos para subvencionar a los sec-

tores que considere oportuno pero no los tipos de interés artificiales, a costa de las entidades financieras.

- 2) Consolidar el principio de transparencia de mercado.
- 3) Establecer un eficaz control sobre el cumplimiento fiel de las «reglas de juego» que se establezcan.
- 4) Acompasar la liberalización del sector financiero a la del sector real de la economía, buscando un equilibrio.
- 5) Potenciar los mercados secundarios.
- 6) Proceder gradualmente para evitar traumas siguiendo un programa previamente conocido.

**LAS SODIS Y LA
POLITICA
DE DESARROLLO
INDUSTRIAL
DE LAS REGIONES
ESPAÑOLAS**

La habitual sección de PAPELES dedicada al estudio de los «Problemas de las Comunidades Autónomas» no presenta en esta ocasión el análisis económico de una región determinada. Por el contrario, el trabajo que publicamos, escrito por **Julio García Fernández**, sobre las Sociedades de Desarrollo Industrial Regional (SODI), analiza la respuesta a un problema de interés más amplio o general: la forma de reducir las diferencias en el grado de industrialización entre unas regiones y otras, mediante la promoción industrial realizada con apoyo de la intervención pública, y la colaboración de entidades financieras privadas. Sistema aplicado hasta ahora en Galicia (SODIGA), Andalucía (SODIAN), Canarias (SODICAN), Extremadura (SODIEX), y muy recientemente en Castilla y León (SODICAL).

Dada la elevada correlación existente (al menos hasta el presente) entre grado de industrialización y nivel de vida, el desequilibrio regional del desarrollo industrial español de las dos décadas pasadas ha sido abordado como un problema de justicia distributiva antes que como un problema de eficiencia económica. De aquí que los intentos por corregir esta situación hayan ido dirigidos más por la vía de la transferencia de recursos financieros (subvenciones) que por el análisis y corrección de las causas reales que han motivado la actual asignación de recursos y especialización productiva regional. No se ha entrado así a determinar hasta qué punto un sistema homogéneo de precios de los recursos (humanos, reales o financieros), que olvida la diferente dotación regional de los mismos, ha podido ser el factor decisivo que ha agravado una distinta dotación natural de factores a escala regional, o si, por el contrario, el fenómeno es debido a la distinta cualificación del capital humano.

En cualquier caso, todavía no se ha realizado un estudio concluyente que explique, en profundidad, la razón de las diferencias patentes entre el nivel de desarrollo socio-económico de las diversas regiones españolas. Pero, aunque las causas no estén suficientemente claras, ante el agravio comparativo de la situación, la Administración intentó desde el principio paliar las diferencias existentes a través de una confusa

política de desarrollo regional (polos, áreas de expansión), cuyos pobres resultados saltan a la vista.

La más reciente experiencia de esta beligerancia pública en materia de desarrollo regional, posiblemente urgida por motivos electorales, está constituida por las llamadas Sociedades de Desarrollo Industrial. Aunque todavía es pronto para realizar un balance sobre las mismas, sí pueden ya ponderarse sus posibilidades de éxito o fracaso en función de las razones históricas que las hicieron nacer, y de los medios y naturaleza con que se las ha dotado.

Para conocer el estado de esta cuestión, la Fundación FIES encargó al economista del Estado **Julio García Fernández**, una investigación amplia sobre las SODI, cuyo resumen publicamos en este número de la Revista. Su autor ha vivido desde dentro parte de esta experiencia, de forma que lo que el estudio pueda perder en objetividad lo gana indudablemente en precisión y originalidad. En conjunto, el trabajo resumido que presentamos significa una panorámica completa de la naturaleza de las SODI, su operativa, sus problemas, sus virtudes y sus defectos, contemplada a la luz de su nueva concepción como «sociedades mercantiles de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, minoritaria y temporal, la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios».

Son tres, al menos, las cuestiones fundamentales de la problemática de las SODI. Por una parte, la presencia de un organismo de promoción industrial nacional —el Instituto Nacional de Industria— que opera a través de la gestión unitaria de sus participaciones accionarias en diversas sociedades. Se ha pretendido así transmitir la experiencia industrial acumulada, durante cuarenta años, en un organismo autónomo de la Administración central al insuficiente espíritu empresarial y baja capacitación gerencial de muchas regiones industrialmente atrasadas, aunque para ello haya sido necesario forzar la natural vocación nacional del Instituto hacia objetivos que se separan de su filosofía.

Por otra parte, la presencia de las Cajas de Ahorros en las SODI de cada región respectiva, como socio minoritario pero importante, junto con una participación más simbólica de otras entidades financieras, ha dado a estas sociedades una destacada proyección financiera. De la conjunción de la potencialidad de estos dos sujetos activos ha surgido un estatuto original (al menos, no copiado íntegramente de las experiencias de otros países) que se analiza con detalle en el trabajo de **Julio García**.

Finalmente, está prevista la incorporación al accionariado de las SODI de los entes autonómicos, con lo que quedaría asegurada la defensa de los intereses regionales por la vía del conocimiento más próximo y correcto de sus problemas específicos.

Pero si potencialmente las SODI pueden tener virtudes, también están expuestas a numerosos peligros. La presencia mayoritaria del INI puede

significar la imposición de criterios netamente políticos sobre otros más técnicos; la participación de las Cajas puede llevar a la primacía de una rentabilidad más socio-regional que económica; las dificultades por las que atraviesan numerosas industrias pueden llevar a las SODI a convertirse en hospitales regionales de empresas; la mediación financiera, insuficientemente controlada, puede afectar negativamente a la incidencia de la política monetaria; las pérdidas posibles y las correspondientes subvenciones pueden ahogar los aspectos positivos de muchos resultados.

Sin embargo, no es éste el lugar para pronunciarse a favor o en contra de las SODI. Además, antes ya se dijo que cualquier juicio sería todavía prematuro. Pero, indudablemente, el trabajo que publicamos es un instrumento de análisis valioso para ir formando una opinión acerca de las SODI, y especialmente sobre si esta experiencia debería o no ser extendida a otras regiones, y en qué condiciones y con qué reformas.

**¿QUE HACER FRENTE
A LA CRISIS?
LAS PROPUESTAS DEL
PROGRAMA
DE POLITICA
ECONOMICA
A PLAZO MEDIO
DE LA CEE**

Un convencimiento, cada vez más arraigado y extendido, se ha ido creando sobre el hecho de que los tres grandes problemas en que la crisis actual se manifiesta no son solubles a corto plazo, ni están causados, además, por puros motivos coyunturales. El lento desarrollo, la desocupación creciente y la persistencia de la inflación son problemas con dimensiones suficientes como para que su tratamiento reclame actuaciones a **plazo medio** de la política económica. Una política que defina y fije un cuadro general de actuaciones continuadas en el tiempo, en el que se inscriban las medidas del corto plazo.

El reconocimiento de esa situación y las características a las que debe responder la política económica a plazo medio, constituyen las dos líneas directrices a que obedece el V Programa de Política Económica de la CEE. El lector puede encontrar expuesto en la última sección de PAPELES su contenido.

La descripción de los eslabones de la compleja cadena de causación, que ata a las economías contemporáneas a la crisis, es su punto de partida. Una presión inflacionista arraigada en la elevación de los precios de la energía y materias primas que enciende, en el frente interno, las elevaciones anticipadas de las rentas y costes, ampliando así sus consecuencias. Una elevación adicional de los costes de la seguridad social, para transferir al Estado los costes de la crisis. Una caída del ritmo de avance de la productividad motivada en razones que no son pasajeras, un déficit público creciente que dificulta la financiación del sector privado, una caída, en fin, de los beneficios y de la producción que explica, con la multiplicación de las incertidumbres, el desplome de las inversiones, son todos ellos factores que han hecho de las sociedades actuales economías con equilibrios perturbados, más dedicadas a transferir que a crear riquezas, economías sin empleos para la creciente oferta de trabajo disponible. No es posible conceder

un futuro a economías con tan capitales defectos. No es posible imaginar, tampoco, que esas múltiples deficiencias de las economías actuales puedan remediarse con actuaciones coyunturales a corto plazo secundadas por un corto esfuerzo de la población. Es necesario otro planteamiento diferente. Ese planteamiento distinto, expuesto en el V Programa de Política Económica de la CEE, obedece a unos **principios**, se ajusta a una **estrategia** y reclama un **horizonte temporal** para su aplicación y vigencia, coherente con la densidad temporal de los problemas que trata de afrontar y resolver.

Es insistiendo sobre la necesidad lógica de este planteamiento temporal de los problemas de la crisis, como cuestiones sólo solubles a plazo medio, como debe entenderse y exponerse el Programa de política económica de la CEE. No es posible avanzar respuestas constructivas a las dificultades de la crisis sin reclamar el tiempo y la continuidad necesarias para ello. A esa misma conclusión llegaba la OCDE, tras su reciente análisis de la situación y las perspectivas económicas de los distintos países: «Los problemas de la crisis se han dilatado en el curso de los últimos años y se necesitará tiempo para aportar soluciones positivas. La consideración de esos problemas como cuestiones a plazo medio, que necesitan programas a plazo medio para su solución, se ha ido extendiendo cada vez más en diferentes países.» Ese programa de política económica a plazo medio, que propugna la CEE, debe servir de marco de referencia a las medidas coyunturales y debe entenderse como un acto político que implica disciplina, sacrificio y cambios de los comportamientos de distintos grupos sociales, y esfuerzos y coste de cada uno de los ciudadanos. La vuelta de los países europeos a su comportamiento como sociedades dinámicas, generadoras de producción y proveedoras de empleo a su población, no se logrará sin un esfuerzo perseverante de todos los ciudadanos, que debe exigirse desde los principios y la estrategia de un programa de política económica a plazo medio.

Los principios a que obedece el V Programa de Política Económica de la CEE son cuatro: 1.º Gestionar la economía en tiempo de incertidumbre necesita, como criterio fundamental, fijar la política económica a plazo medio para ofrecer un dato firme con el que los agentes de la economía puedan contar. 2.º La rápida evolución en los datos de la economía —precios relativos, mercados, tecnología— reclaman respuestas y cambios rápidos en el comportamiento de los intérpretes del proceso económico. Favorecer esos cambios, modificando y flexibilizando para ello el sistema económico, es parte vital de la política económica. 3.º No hay respuestas posibles a la crisis por la vía del proteccionismo que aisle a un país del exterior. Si los países intentan salvarse solos de la crisis se perderán todos en sus problemas. 4.º La CEE tiene respuestas importantes a la crisis y aprovecharlas es una necesidad derivada de su lógica.

Sobre la base de esos cuatro principios la estrategia de la política económica deberá atender a dos objetivos fundamentales: 1.º, reducir la inflación y aumentar la estabilidad; y 2.º, variar y mejorar la estruc-

tura productiva para posibilitar un crecimiento mayor y adoptar aquellas decisiones y reformas que permitan un aumento en el empleo. La consecución de esos dos objetivos de la política a plazo medio precisa de una integración de medidas debidamente coordinadas entre sí. La política contra la inflación debe partir del conocimiento de dos hechos elementales: las poderosas raíces sociales del mal que trata de combatir y la amenaza que su presencia supone para una sociedad dinámica. La moderación en el crecimiento de las rentas salariales, la vigilancia en el crecimiento del gasto público corriente (en especial, los gastos de transferencia a través de cuyo aumento los ciudadanos tratan de trasladar sobre el Estado los costes de la crisis), la limitación de la cuantía del déficit público y la articulación de una política monetaria activa que impida el arraigo y generalización de expectativas alcistas sobre precios, constituyen los puntos de referencia a los que hay que atender para comprobar la verdadera voluntad anti-inflacionista de la política económica. Y también para conocer los puntos de actuación de una política estabilizadora.

Esa política anti-inflacionista debe discurrir paralelamente con el conjunto de medidas con las que mejorar la estructura productiva y la competitividad de la economía frente al exterior. Sin un aumento de la productividad y una reducción del crecimiento de los costes de producción, no será posible mejorar las condiciones para invertir y para competir con el exterior. La práctica de una política de ajustes positivos en la industria, la especial atención al aumento de las inversiones públicas y privadas, la puesta en marcha de un programa energético, constituyen otros tantos capítulos de actuaciones necesarias de la política económica a plazo medio.

La mejora del empleo —la gran debilidad de la actual situación económica— debe descansar —según el V Programa de la CEE— en el aumento de las inversiones (públicas y privadas) en el crecimiento de la exportación, y en la necesaria moderación del crecimiento de los costes trabajo. Sin esa caída en los costes reales del trabajo y el aumento en las tasas de inversión, nada duradero puede hacerse en el frente del empleo. Pero si esta condición se cumpliera, debería secundarse con la práctica de mejoras programadas en el mercado de trabajo: con adopción de medidas que den más flexibilidad al empleo y que permitan una mejor ordenación del tiempo de trabajo.

En todas las actuaciones de política económica aconsejadas por la CEE se recomienda no olvidar la potenciación del Mercado Común como medio que ayude a la consecución de los dos objetivos del programa a plazo medio. No aprovechar las ventajas, que a este respecto puede ofrecer el mercado, sería un error y ese aprovechamiento pide que se actúe en cinco direcciones diferentes: progresar en el asentamiento y extensión del sistema monetario europeo; definir los programas comunitarios que permitan el incremento de la inversión, fundamentalmente en energía; eliminar toda clase de obstáculos para que el Mercado Común funcione de una manera adecuada, y definir una política de empleo en la que participen todos los países de la CEE de una

manera asociada, de forma que las acciones nacionales encuentren, en el quehacer simultáneo de los restantes miembros de la Comunidad, un refuerzo importante.

Este urgente quehacer europeo, al que se refiere el V Programa de política económica de la CEE, no puede considerarse como una tarea ajena a la política económica española y ello por dos motivos:

Primero, porque la economía española está de hecho ya integrada en la economía de Europa. España no puede vivir aislada de la economía exterior. Como afirmaba con acierto el Banco de España en su «Informe Anual de 1978»: «Las posibilidades y perspectivas de la economía española están estrechamente condicionadas por el funcionamiento de la economía mundial y, muy especialmente, de las economías industriales europeas... Nuestra economía está relacionada con las economías industriales, no sólo mediante las transacciones del comercio exterior, sino a través de unos mismos problemas básicos y de la evolución en el estado de las expectativas empresariales y en las actitudes socioeconómicas generales.» Conocer, por tanto esos problemas básicos y las actitudes que frente a ellos adoptan las distintas instituciones económicas europeas, es un dato del que tenemos que partir y ante el que no podemos alegar ignorancia mas que al coste de pagar sus consecuencias.

Segundo, porque el horizonte comunitario de España está cercano, pese al aparente distanciamiento temporal que significa el enunciado de la fecha de nuestro ingreso: el 1.º de enero de 1984. Conocer, por ello, las líneas de la programación de la política económica de la CEE a plazo medio equivale a proclamar las pautas a que deberá ajustarse nuestro comportamiento económico si deseamos que el ingreso en la CEE sea posible y se realice sin traumas.

Resulta alentador comprobar cómo esas preocupaciones y medidas que atraen la atención de la política comunitaria a plazo medio, forman parte hoy de la propia política económica española. El acento concedido a los costes reales del trabajo como condición inexcusable de estabilidad, competitividad y empleo, las reformas del mercado de trabajo para dotarle de una mayor flexibilidad, las políticas de ajuste positivas a la crisis para tratar de reestructurar los distintos sectores productivos, la prioridad concedida a la política energética, son criterios dominantes en la política económica española, al igual que dominan también en la estrategia de la política económica comunitaria. Quizás la principal diferencia entre la política comunitaria y la española resida en un hecho: el **tiempo** necesario de la vigencia de esas medidas sobre las cuales la Comunidad llama la atención de los distintos países miembros.

El V Programa se ha realizado para definir una política económica que cubra el plazo medio (1981-85). Un tiempo económico necesario para que las directrices que incorpora el Programa de la Comunidad logren los objetivos propuestos. Ese acento, que la CEE coloca en el plazo como elemento fundamental de la política frente a la crisis, debería escucharse por nuestra política económica, por cuanto consti-

tuye una gran necesidad de nuestra economía. Se ha repetido con insistencia y con verdad, que el tiempo económico de España ha estado interferido constantemente en los pasados años críticos y en el presente por decisiones políticas de considerable trascendencia. Esta invasión de las decisiones políticas en el tiempo económico se ha hecho a costa de acentuar las incertidumbres que la crisis actual desata sobre todas las decisiones privadas y públicas. Y en este ambiente de incertidumbre, el temor y la abstención en las decisiones de inversión constituyen una inevitable consecuencia que se paga muy cara en términos de crecimiento en la producción y en las cifras de desempleo. La economía española debería contar con un horizonte económico —al igual que el Programa de política a plazo medio de la CEE sugiere— de cuatro años, en el que fuese posible programar ordenadamente su recuperación. Mientras no se disponga de ese tiempo, que la economía necesita para vivir en él la ejecución de un programa bien articulado, será imposible que tengamos inversiones mayores que den dinamismo a nuestra producción, y tampoco será posible que creemos los empleos que están pidiendo las jóvenes generaciones de españoles, retenidas y decepcionadas por un mercado de trabajo que raciona severamente la ocupación y aumenta en límites costosos y difícilmente sostenibles a esas dos categorías que otorgan un carácter decadente y parasitario al árbol del empleo: los parados y los inactivos.