

REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL Y ECONOMÍA DE MERCADO

Los Pactos de la Moncloa, firmados en el verano de 1977, abren un período reformador del sistema financiero español delimitando objetivos claramente definidos, instrumentando coherentemente una política global de cambio.

Victorio Valle, partiendo de esta tesis, se ocupa en este artículo de determinar cuáles han sido las novedades importantes que el proceso reformador ha incorporado a nuestra economía financiera, así como los criterios a que responden y las áreas en que se inscriben, y en qué medida el nuevo sistema financiero incide sobre las posibilidades de recuperación de la economía española frente a la crisis actual.

I. INTRODUCCION

NO parece exagerado afirmar que a finales de la década de los años sesenta, como consecuencia del intenso proceso de crecimiento experimentado por la economía española, existía una conciencia generalizada de un profundo desajuste entre las necesidades de financiación de nuestra economía real y las posibilidades ofrecidas por las instituciones y activos que definían el sistema financiero español.

El excesivo peso del sistema crediticio, y particularmente del bancario, la correlativa escasa importancia del mercado de valores, la vigorosa presencia de circuitos de financiación privilegiada, el control administrativo de los tipos de interés activos, que convertía al sistema crediticio en un mecanismo de racionamiento más que de mercado, y el de los tipos pasivos que, como consecuencia de la inflación, conducía a una retribución negativa en términos rea-

les del ahorro, la ausencia de competitividad en el marco institucional, con la lógica secuela de unos elevados costes de transformación y la inexistencia de mecanismos adecuados para el ejercicio del necesario control monetario de la economía, eran los rasgos más destacables de un sistema financiero desajustado e ineficiente.

Creo que es una predicción fácil afirmar que el ajuste y modernización del sistema financiero español se hubiera producido en todo caso. La experiencia de otros países apunta hacia un desarrollo, complejidad y sofisticación crecientes de las instituciones e instrumentos financieros a medida que se va produciendo un desarrollo de la economía real, y con un dinamismo aún más acentuado que el de este último. De todas formas, la crisis económica que se inicia en 1974 va a agudizar la incapacidad del sistema financiero tradicional, haciendo más evidente la necesidad de su reforma.

Este sentimiento de necesidad daría lugar a ciertas alteraciones, que merecen una valoración positiva, en el esquema antes referido. Tales son la mayor flexibilidad en la creación de nuevos Bancos, un cierto progreso en la liberalización de los tipos de interés en operaciones a más de dos años, y la reducción en los coeficientes de inversión obligatoria de las entidades de crédito que aportaron las normas introducidas en 1974.

Desde mi punto de vista, sin embargo, sólo puede hablarse con propiedad de reforma del sistema financiero para referirse al conjunto de modificaciones introducidas gradualmente a partir del verano de 1977 y vinculadas en su orientación y en el espíritu de racionalidad económica que en ellas subyace a la figura del profesor Fuentes Quintana. Mi afirmación deriva del convencimiento de que, por vez primera en la historia reciente, se formula un esquema de reforma del sistema financiero con unos *objetivos claramente definidos*, con el diseño de una *instrumentación coherente* y una idea de *totalidad*, y no una aproximación parcial y, por tanto, incompleta.

Es obvio que, desde mediados de 1977 hasta ahora, el curso de las modificaciones del sistema financiero ha atravesado etapas con diferente intensidad de la propensión al cambio, derivadas, sin duda, de las tensiones originadas por la situación económica general —particularmente de los sectores en crisis— y de las necesidades derivadas de la financiación de un déficit público creciente.

Sin embargo, cualquiera que sea la valoración del ritmo al que se ha conducido la reforma

del sistema financiero, cinco principios básicos han estado siempre presentes:

1. Introducir una mayor racionalidad económica en la estructura productiva española, evitando que un sistema financiero permisivo y administrado produjera efectos indeseables en la asignación de los recursos.
2. Fomentar el ahorro, mediante la adecuación de su remuneración en un marco de libertad.
3. Reforzar la competencia entre instituciones financieras sin detrimento de la seguridad del pequeño ahorro.
4. Permitir una mejor instrumentación del control monetario, mediante el adecuado desarrollo del mercado de dinero.
5. Acercar la estructura de nuestras instituciones y activos financieros al marco de la Comunidad Económica Europea.

Desde esta variada perspectiva, creo que las medidas que se han ido adoptando en los últimos cuatro años han sido numerosas e importantes y han acrecentado en forma notable la libertad y la transparencia en el funcionamiento de nuestro sistema financiero.

El propósito de este trabajo no es realizar un detallado y exhaustivo análisis de las disposiciones adoptadas. En otros estudios —desde estas mismas páginas de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA— se ha realizado esa labor de seguimiento donde el lector, con un escaso esfuerzo de actualización a lo sumo, puede encontrar una relación detallada de las modificaciones más importantes.

El objetivo de esta colaboración es distinto, y pretende ofrecer una respuesta a una doble pregunta de quien se acerque con afán crítico a las modificaciones introducidas en el sistema financiero.

La primera de las cuestiones que cabe plantearse, es si la reforma del sistema financiero ha incorporado novedades importantes en el funcionamiento de la economía financiera y cuáles son los criterios a que responden y las áreas en que se inscriben.

El segundo tema que considero importante plantear, es el ajuste —o desajuste— entre el nuevo sistema financiero que va emergiendo de la reforma y las necesidades de la economía española. Para decirlo sin paliativos, ¿no estará la reforma financiera incidiendo negativamente sobre las posibilidades de recuperación de la actual crisis económica?

II. ALGUNAS NOVEDADES SIGNIFICATIVAS EN EL PROCESO DE CAMBIO DEL SISTEMA FINANCIERO

En términos generales, está claro que la reforma del sistema financiero ha aportado mayores dosis de libertad en los tipos de interés y en las inversiones y comportamiento general de las instituciones financieras, y también me parecen fuera de duda las aportaciones de la reforma en el terreno de una mayor claridad y transparencia en todo el funcionamiento del sistema. Sin embargo, si se me pidiera una

síntesis de las novedades técnicas que la reforma ha comportado, bien es verdad que ni todas ellas han surgido de las páginas del *Boletín Oficial del Estado*, ni todas están ya en vigor, creo que resaltaría las que afectan a cinco áreas fundamentales que seguidamente enumero y comento sucintamente.

1. *La novedad institucional de la entrada de la Banca extranjera*

Tal vez el impacto institucional más importante que la reforma del sistema financiero ha comportado, ha sido la autorización concedida por el Real Decreto 1.388/1978, de 23 de junio, a la Banca extranjera para operar en nuestro país. Tanto por lo que implica de incremento del tejido de las instituciones financieras, como por lo que cabe esperar de las aportaciones de estos Bancos en orden a su experiencia y al desarrollo de nuevos instrumentos y técnicas financieras.

Personalmente creo que el fenómeno de la presencia de la Banca extranjera en España, tanto por la vía regular del Real Decreto antes citado, como mediante su participación mayoritaria en Bancos en crisis rescatados del Fondo de Garantía de Depósitos, es extraordinariamente importante. De una parte, la apertura de oficinas en España de la práctica totalidad de los Bancos extranjeros importantes demuestra que nuestro país, desde la óptica bancaria internacional, constituye una opción interesante. De otra, la aún breve experiencia demuestra que han realizado aportaciones técnicas de interés, tales como la generación de un mercado de

letras avaladas — como forma de obviar sus limitaciones de oficinas operativas para captar recursos ajenos— y su participación vigorosa en el terreno de los créditos sindicados en pesetas con tipos de interés variable.

2. *La potenciación de activos e instituciones en el mercado a corto plazo*

Dos aspectos básicos señalaré en este orden de innovaciones:

a) El desarrollo del mercado de letras avaladas por la Banca y negociadas en Bolsa.

Más allá de constituir primariamente un instrumento de captación de recursos ajenos para la Banca extranjera, el desarrollo de este mercado en forma transparente introduce una relación organizada entre el mercado de dinero y el mercado de valores, colabora a la generación de un tipo de interés de referencia en operaciones a corto plazo y estimula la presencia en el sistema de un activo líquido, seguro y rentable, como alternativa de inversión por parte del público.

b) La aparición de las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero, como operadoras por cuenta propia en el mercado compuesto por instituciones financieras —aunque con vocación de alcanzar en el futuro a los ahorradores privados—, que además de facilitar una adecuada gestión de tesorería a las entidades financieras, va a permitir el necesario desarrollo de un mercado secundario de títulos seguros (bonos y pagarés del Tesoro, certificados de depósitos, etc.) y a corto plazo.

3. *Las fórmulas para procurar una ampliación de los plazos en el flujo de fondos hacia las empresas*

En este sentido, es obvio que hay que destacar en primer término la creación —para las Cajas de Ahorros— y ampliación para la Banca privada de la obligatoriedad de materializar un porcentaje relativamente elevado de sus pasivos —10 y 7 por 100, respectivamente— en créditos o adquisición de títulos de renta fija con vencimiento superior a tres años.

Pero creo que la generalización en el uso de operaciones de créditos con tipos de interés variables —y particularmente las operaciones sindicadas por un grupo de entidades financieras— constituyen una novedad importante en cuanto medio de lograr una mayor distribución del riesgo y, sobre todo, de romper con la tradicional renuencia de la Banca española a operar a plazo medio y largo ante la incertidumbre de la evolución de los tipos de interés y el consiguiente riesgo de contratar en unas condiciones cuya rentabilidad futura real se viese fuertemente dañada. La introducción de este tipo de operaciones va a permitir cubrir un segmento de financiación necesaria y obliga a avanzar en la potenciación, como ya antes se ha indicado, de un mercado a corto plazo que pueda ofrecer un tipo de interés representativo y de general aceptación como base para las operaciones con tipo variable.

4. *La reforma del mercado de valores*

En el área del mercado de valores se ha ido produciendo

—básicamente en el último año y medio— una modernización importante que tal vez por su carácter más técnico que popular y por su independencia respecto al curso de las cotizaciones bursátiles sea menos conocida. Creo importante reafirmar que la evolución del mercado de valores y concretamente de la Bolsa en España, siempre será, como en todos los países, un reflejo de la situación económica real que le sirve de base. La reforma emprendida, inspirada en el Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores creada en agosto de 1977, pretende practicar aquellos cambios operativos e institucionales necesarios para que ese reflejo de la realidad sea lo más nítido posible, sin desviaciones ni comportamientos que oculten la realidad de los hechos. En este sentido, tres áreas han sido abordadas:

1.º Las tendentes a hacer penetrar en nuestro mercado de valores los principios del orden de competencia. Y en particular con cuatro hitos significativos:

a) Información (R. D. 1.847/1980, de 5 de septiembre). Se trata, en conexión con las directrices de la CEE, de exigir de los emisores de títulos valores información solvente y gratuita en un triple frente:

1) Del propio emisor, de su situación económica y financiera y de su naturaleza jurídica.

2) Sobre la emisión en sí, es decir, sobre el activo financiero que ofrece.

3) Información periódica sobre la situación de la entidad emisora y de los hechos relevantes que hayan acaecido.

b) Asegurar el funcionamiento de los principios del mercado en la formación de los pre-

cios en el mercado de valores (R. D. 1.849/1980, de 5 de septiembre).

Se trata de asegurar el conocimiento de las órdenes de compra-venta de valores, desde que se inician hasta que se ejecutan, y garantizar el cumplimiento de la voluntad del ordenante. Por otra parte, obligar a que las aplicaciones de órdenes de compra-venta para un mismo valor en un mismo mediador, se realicen con la necesaria publicidad y conocimiento del mercado para impedir que se casen operaciones en condiciones diferentes a las que el mercado está dispuesto a admitir en cada momento.

c) Regular las operaciones de naturaleza excepcional, exigiendo la realización de ofertas públicas de adquisición (R. D. 1.848/1980, de 5 de septiembre).

Se trata, en definitiva, de proteger los intereses de los accionistas minoritarios frente a actuaciones de personas naturales o jurídicas que pretendan adoptar una posición dominante en una sociedad, exigiendo que la oferta de adquisición se haga pública y en régimen de mercado.

d) El perfeccionamiento de las normas de contratación bursátil (R. D. 1.538/1981, de 13 de julio).

Se pretende fundamentalmente asegurar la transparencia en la contratación y en la formación de los cambios, adecuar el desarrollo de las sesiones bursátiles y las formas de contratación a las peculiaridades de cada tipo de valor y, en general, a integrar todas las operaciones en los actos de contratación oficial.

2.º Las encaminadas a potenciar el mercado secundario de valores y a facilitar la liquidez de los títulos.

En este orden cabría destacar:

a) El nuevo sistema iniciado por el Real Decreto 1.846/1980, de 5 de septiembre, para que los emisores de valores tuvieran acceso desde el mismo momento de la emisión a los beneficios de la cotización calificada, siempre que se comprometan a una consignación de dinero y títulos en las Juntas Sindicales de las Bolsas para que éstas operen en el mercado realizando la contrapartida que facilite el logro mínimo de frecuencia y volumen de cotización exigidos.

La novedad más importante es la introducción de una nueva institución financiera: «las sociedades de contrapartida», en las que, alternativamente a la consignación directa de dinero y títulos, pueden encomendar los emisores la labor de facilitar la adecuada liquidez a sus títulos.

b) Las mayores exigencias contenidas también en el Real Decreto 1.538/1981, de 13 de julio, sobre admisión, permanencia y exclusión de la cotización oficial, así como sobre las condiciones para conceder la cotización calificada.

La preocupación fundamental en este terreno es restaurar el sentido de la cotización oficial, simple y calificada, de un título en Bolsa, exigiendo que reúna los requisitos mínimos de difusión en el mercado.

3.º Las que tienen por objeto fomentar la afluencia de ahorro al mercado de valores. En este sentido, señalaría una realidad ya existente y otra que,

según todos los indicios, puede serlo en breve plazo de tiempo.

Me refiero, en primer lugar, a la posibilidad abierta por la Orden de 10 de abril de 1981, de realizar operaciones bursátiles con crédito al comprador y vendedor.

La idea subyacente en esta disposición ha sido la de introducir en nuestro sistema bursátil un tipo de operación que sirviera de enlace entre el mercado de valores y el mercado monetario.

En este sentido, cabía una alternativa, que era reponer las fórmulas de operaciones a plazo que contempla —aunque su aplicación está actualmente suspendida— el vigente Reglamento de Bolsas. Sin embargo, dos consideraciones básicas inclinaron por otra fórmula, que en todo caso no es incompatible con la tradicional y cuya aplicación puede continuar estudiándose:

a) El sistema tradicional es complejo desde el punto de vista administrativo. Sigue el modelo latino y la experiencia da cuenta de su abandono en otras Bolsas europeas.

b) El sistema tradicional exige, para los títulos en que se opere a plazo, dos mercados distintos con cambios distintos: al contado y a plazo, lo que parece un mecanismo complejo para una Bolsa tan estrecha como la española.

La Orden de 10 de abril de 1981 está inspirada en el sistema del «margen americano», fue recomendado por la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y sus características son:

a) Posibilidad de comprar valores con sólo un 25 por 100 del dinero necesario, mediante

crédito de dinero que le facilita el agente mediador a través de la Junta Sindical.

b) Posibilidad de vender valores, con sólo depositar el 25 por 100 de su importe, mediante crédito de títulos que le proporciona su agente a través de la Junta Sindical.

c) Existe, por tanto, *un único mercado de contado*. Lo que se establece es una relación entre comprador o vendedor y agente mediador que permite diferir el pago o cobro hasta un máximo de noventa días.

d) Para facilitar a la Junta Sindical la financiación para estas operaciones se le permite acudir al mercado monetario en las condiciones que establezca el Banco de España.

e) El préstamo de títulos permite a las Sociedades de Cartera, Fondos de Inversión, etc., obtener un rendimiento mediante la cesión de sus títulos para estas operaciones cobrando una comisión.

f) La seguridad de la operación es total, pues los títulos permanecen siempre —hasta que la operación se cancela— en poder de la Junta Sindical y el comprador y vendedor están obligados a entregar a la Junta una orden de venta o compra irrevocable para cubrir la operación en caso de incumplimiento al término del período pactado.

g) El sistema sólo se aplica a los títulos de cotización calificada que determinen las Juntas Sindicales de cada Bolsa.

La segunda área de innovación en la línea de atraer ahorro hacia el mercado de valores se encuentra en el Proyecto de Ley de Instituciones de Inversión Colectiva que posiblemente, cuan-

do este trabajo se haya publicado, habrá sido remitido al Congreso para la consiguiente discusión parlamentaria.

En dicho Proyecto de Ley se procede a una regulación financiera más flexible de las Instituciones de Inversión Colectiva hoy existentes (Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria), se introducen nuevas figuras como las Sociedades de Inversión con Capital Variable y, sobre todo, los Fondos de Pensiones —tema debatido y polémico—, llamados a desempeñar un papel importante como elemento complementario de la Seguridad Social mediante planes de pensiones y otras prestaciones sobre la base de los rendimientos de un patrimonio cuya inversión, parcialmente obligatoria, en el mercado de valores puede contribuir decisivamente —así ha ocurrido en otros países— a reanimar un mercado de valores estrecho y con poca utilidad.

Por otra parte, el Proyecto incorpora normas de información y transparencia para toda apelación general al ahorro del público, que evitará en el futuro —eso es lo deseable— traumas y sorpresas inconvenientes en la colocación del ahorro familiar.

5. *La consideración de fórmulas singulares para facilitar la financiación especializada en ciertos tipos de empresas y actividades.*

Citaría en este terreno dos caminos de innovación de indudable interés: la financiación de las pequeñas y medianas empresas y la de la vivienda y, en general, de la actividad de la construcción.

En el primer terreno, el sistema financiero español ha incorporado, aún de forma incipiente a nivel cuantitativo, la figura de la Sociedad de Garantía Recíproca, ideada como un medio experimentado en otros países de conseguir, mediante un sistema de avales de carácter mutualista, reducir las discriminaciones en el acceso al crédito para las PYMES, nacidas precisamente por razones inherentes a su dimensión y asociadas, de una parte, a las menores garantías que una empresa mediana o pequeña puede ofrecer —en relación a la grande— y en la práctica imposibilidad de acudir a otros caminos alternativos de financiación, tales como el mercado de valores o el crédito exterior.

La posterior aparición de la Sociedad Mixta de Segundo Aval, como instrumento diseñado para administrar un segundo aval parcial del Estado a las operaciones crediticias de las PYMES, cierra este nuevo marco institucional sobre el que la experiencia dirá de su utilidad para facilitar la financiación en este amplio sector empresarial de nuestro país.

Por otra parte, la Ley 2/1981, de 25 de marzo, cuya reglamentación ya ha sido remitida al Consejo de Estado para su dictamen preceptivo, abre también una línea novedosa e imaginativa para colaborar en la financiación de bienes susceptibles de hipoteca y, obviamente, en forma prioritaria, en la construcción de vivienda.

La nueva Ley incorpora novedades técnicas importantes, tanto institucionales, con la aparición de las Sociedades de Crédito Hipotecario, nuevo intermediario financiero especializa-

CUADRO N.º 1

VARIACIONES EN % SOBRE EL AÑO ANTERIOR

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980 (*)
BENEFICIO EXPLOTACION/VENTAS.	0,18	-1,29	-1,04	-0,92	-0,32	-2,05	+0,21	2,60
Materias primas/ventas	1,08	2,12	-0,54	-1,63	4,34	-3,07	1,62	-1,11
Trabajos, suministros y servicios/ventas.	-0,28	-0,65	-0,11	-0,53	-2,90	2,53	-1,42	-0,17
Gastos de personal/ventas	-0,33	0,21	0,97	2,88	-0,07	1,33	-0,57	0,11
Gastos financieros/ventas	-0,10	0,24	0,63	0,15	-0,28	1,03	0,18	0,24
Amortizaciones	-0,55	-0,63	0,09	0,04	-0,77	0,21	-0,02	-1,65

(*) Previsión.

do, como de nuevos activos financieros: las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, que constituyen una fórmula novedosa de permitir a las instituciones financieras obtener una liquidez necesaria a partir de la cartera de créditos hipotecarios, que colaborará a una mayor movilidad de los fondos eludiendo las dificultades que actualmente se oponen a la existencia de un vigoroso mercado secundario de hipotecas.

Este conjunto de novedades, que han sido sumariamente descritas en las páginas anteriores, son aspectos vitales de la reforma del sistema financiero y sobre cuyo análisis detallado incide el núcleo fundamental de las restantes colaboraciones contenidas en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

III. LA REFORMA FINANCIERA Y LA SITUACION DE LA ECONOMIA

El segundo ámbito de cuestiones, al que quisiera ahora referirme, es el derivado de las

relaciones entre sistema económico real y sistema financiero.

Hay un hecho de partida: la difícil situación por la que atraviesan muchas empresas españolas. La cuestión básica que se plantea es la de saber si la reforma del sistema financiero ha constituido o no un elemento decisivo y negativo en la crisis empresarial.

Tal vez un punto de partida útil en esta discusión sea una exploración de la información disponible a través del último estudio de APD (1) y de los datos de la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial (2).

1. Evolución de los estados económico-financieros de la empresa española (APD, muestra de 215 empresas)

De los datos de la muestra estudiada se deduce que la proporción beneficio de explotación/ventas siguió una tendencia decreciente desde 1972 hasta 1978, con un descenso especialmente fuerte en este último año; en 1979 se dejó sentir una

ligera recuperación, previéndose que ésta haya continuado, reforzándose notablemente en 1980. Son también datos significativos el aumento de los costes de materias primas (1974, 1977 y 1979), mano de obra (especialmente intenso en 1976 y con menor fuerza en 1978) y costes financieros (1975 y 1978-1980). En el cuadro n.º 1 figuran las variaciones (en puntos) anuales de los *ratios* más significativos. En dicho cuadro puede observarse que la mayor caída (-2,05) de la relación beneficio de explotación/ventas, durante el período que se está considerando, tuvo lugar en 1978, año en que, a pesar del descenso relativo de los costes de materias primas, se produjo un aumento de los restantes costes y de las amortizaciones. El mayor aumento tuvo lugar en la partida «trabajos, suministros y servicios exteriores» (2,53), seguido de los gastos de personal (1,33) y los gastos financieros (1,03). Obsérvese que en 1978, cuando los gastos financieros mostraron un mayor incremento, éste estuvo por debajo del experimentado por los gastos de personal y, sobre todo, por la partida antes mencionada de «trabajos, suministros

y servicios exteriores». Por otra parte, el máximo aumento de los gastos financieros en el período considerado (el que correspondió a 1978 como se ha señalado) resulta notablemente inferior a los máximos que alcanzaron los costes de materias primas (4,34 en 1977) o de personal (2,88 en 1976), según la fuente que se está manejando.

La tendencia decreciente del beneficio de explotación en 1974-1978 ha determinado una evolución del mismo signo del beneficio retenido y la consiguiente caída de la tasa anual de financiación, que ha pasado de 0,4776 en 1972 a 0,275 en 1979. Si se atiende, por otra parte, al peso relativo de las reservas dentro del pasivo, se observa una ligerísima tendencia decreciente de 1974 a 1977, seguida de una caída muy acusada en 1978 y una recuperación (sin llegar a los niveles de años anteriores) en 1979. Paralelamente, el peso relativo del capital desembolsado ha ido disminuyendo de una forma bastante marcada, especialmente en 1975 y 1979 (tras una recuperación en 1978), si bien en este último año el descenso de importancia relativa del capital desembolsado deriva, en parte, del fortísimo aumento de participación en el pasivo de la regularización del balance, que ha sesgado a la baja el peso específico de los restantes componentes. La regularización de activos ha producido un fuerte crecimiento aparente de los fondos propios. Cuando los valores de los recursos propios se depuran y se contempla únicamente la evolución del capital desembolsado más las reservas, su proporción del total pasivo pasa del 29,1 por 100 en 1972 al 25,9 en 1975 y al 21,8 en 1979.

2. Resultados del Ensayo de la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial (1977-79, muestra de 411 empresas)

En primer lugar, hay que señalar que las relaciones básicas de rentabilidad muestran una caída muy apreciable en 1978, recuperándose en 1979. La recuperación, notablemente fuerte, de 1979 obedece fundamentalmente a una marcada desaceleación de los costes totales, ocasionada por los descensos experimentados en las tasas de crecimiento de los costes salariales y de los costes intermedios.

Ello parece apoyar la hipótesis de que en 1979 se inicia un cambio estructural que, mediante un mayor crecimiento de la productividad del sistema y una mejor gestión empresarial, iba a permitir detener la caída de la participación del excedente bruto empresarial en el valor añadido. La evolución general comentada presenta divergencias muy acusadas por sectores, debiéndose de tener en cuenta que la composición de la muestra difiere bastante de la configuración sectorial de la economía española tomada en su conjunto.

Pasando a los aspectos que más directamente interesan aquí, hay que señalar que la autofinanciación en sentido estricto (amortizaciones más beneficio retenido) experimentó un ligero descenso en 1978 y un fuerte incremento en 1979, incremento que refleja exclusivamente la evolución registrada en las empresas grandes, que fueron las únicas que mejoraron sus tasas de financiación.

El alto nivel de *pay-out* (dividendo/beneficio neto disponible) de las empresas con beneficios, determinó, dada la evolución de la rentabilidad, que el beneficio retenido para el total de la muestra registrase valores negativos en los tres años analizados, lo que tiene como consecuencia la relativa descapitalización de las empresas, reflejada, a su vez, en la evolución del *ratio* de endeudamiento (recursos ajenos a medio y largo plazo/recursos propios) que se presenta en el cuadro n.º 2. Como puede observarse, las empresas pequeñas no resultan afectadas prácticamente por este proceso, siendo las empresas medianas las que han intensificado más su endeudamiento en los años analizados y las empresas grandes las que presentan unos

CUADRO N.º 2

EVOLUCION DEL RATIO DE ENDEUDAMIENTO

	1977	1978	1979
TOTAL	0,806	0,899	1,012
Empresas pequeñas (menos de 100 trabajadores)	0,284	0,291	0,296
Empresas medianas (entre 100 y 500 trabajadores)	0,555	0,652	0,747
Empresas grandes (más de 500 trabajadores)	0,832	0,925	1,044

ratios más altos, como consecuencia, en este último caso, de la alta ponderación muestral de las industrias de cabecera.

Los recursos ajenos a medio y largo plazo crecieron a un ritmo anual acumulativo del 17,8 por 100 en el período 1977-79, notablemente por encima del 5,1 por 100 registrado por los recursos propios y, como consecuencia, la participación de los primeros en el pasivo total aumentó en casi tres puntos. A nivel sectorial destaca el crecimiento de los capitales ajenos en construcción de vehículos automóviles y sus repuestos, construcción naval, cuero, calzado y vestido, electricidad, agua y gas y construcción de maquinaria y equipos mecánicos. En todos estos sectores la tasa anual de crecimiento de los recursos ajenos a medio y largo plazo superó

el 25 por 100, lo que se explica en función de los procesos de expansión o reconversión que les afectan.

Las deudas a corto (proveedores, efectos a pagar, deudas a organismos públicos y créditos no comerciales) crecieron a una tasa anual del 20,2 por 100, muy superior a la registrada por las ventas (16,8 por 100), lo que sugiere que las empresas tuvieron problemas de liquidez en el período analizado, impresión que se confirma al constatar el fuerte crecimiento del realizable y la evolución negativa de la tesorería, que registró descensos importantes tanto en 1978 como en 1979.

Por lo que se refiere a los costes financieros, de la información disponible se deduce que durante el período 1977-79 cre-

cieron a una tasa anual acumulativa del 26,7 por 100, superior en unos nueve puntos al crecimiento registrado por los capitales ajenos. Las tasas de crecimiento de los costes financieros, así como diversos *ratios* respecto a variables significativas, figuran en el cuadro n.º 3. En dicho cuadro puede observarse que tanto el aumento de los recursos ajenos como, sobre todo, de los costes de financiación afectaron mucho más a las empresas pequeñas y medianas que a las empresas grandes. Por otra parte, el crecimiento de los costes financieros ha variado mucho por sectores: en primer lugar, por la cuantía del aumento, figura la industria del cuero, calzado y vestido (tasa acumulativa anual del 64 por 100), seguido por la fabricación de productos metálicos (en torno al 44 por 100). Con tasas anuales superiores al 30 por 100 de crecimiento de los costes financieros figuran, por otra parte, numerosos sectores, dentro de los cuales se cuentan aquellos en los que los recursos ajenos aumentaron a tasas superiores al 25 por 100 en los años considerados.

Pasando a examinar los valores de los *ratios* puede apreciarse que, en relación con los recursos ajenos, los costes financieros han aumentado 1,5 puntos en total entre 1977 y 1979; algo inferior (1,2 puntos) es el aumento experimentado tanto por el *ratio* respecto al total de consumos como por el que toma como base las ventas. En cambio, la relación costes financieros/valor añadido de explotación presenta un incremento algo más acusado (1,9 puntos), situándose en 1979 en un nivel próximo al 20 por 100, porcentaje muy alto que, sin duda, está deter-

CUADRO N.º 3

COSTES FINANCIEROS

Evolución de los costes financieros (tasas de variación)

	1978	1979	Media
<i>Muestra total:</i>			
Recursos ajenos	18,20	17,41	17,80
Costes financieros	24,18	29,25	26,69
<i>Empresas con menos de 500 trabajadores:</i>			
Recursos ajenos	21,89	22,08	21,98
Costes financieros	34,85	48,28	41,42
<i>Empresas con más de 500 trabajadores:</i>			
Recursos ajenos	18,02	17,14	17,58
Costes financieros	23,42	27,79	25,59
RATIOS			
	1977	1978	1979
Costes financ./Recursos ajenos × 100	9,6	10,1	11,1
Costes financ./Total consumos × 100	7,7	7,9	8,9
Costes financ./Ventas × 100	6,8	7,2	8,0
Costes financ./Valor añadido expl. × 100	17,4	17,9	19,3
Costes financ./Resultado bruto de explot. × 100 ...	40,7	46,0	47,8

minado por la alta proporción de industrias de cabecera en la muestra considerada. Por último, en relación con el resultado bruto de explotación, los costes financieros han pasado de representar un 40,7 por 100 en 1977 a un 47,8 por 100 en 1979, lo que también parece estar muy influido por la alta proporción de industrias de cabecera en la muestra.

3. Una aproximación crítica a la reforma del sistema financiero

Los datos anteriormente expuestos, y particularmente la relación entre la elevación de los costes financieros y la caída del excedente empresarial, han suscitado algunas posiciones críticas respecto a la reforma financiera.

Dichas posiciones afectan tanto al diagnóstico de la situación económica de base como a la forma en que las modificaciones del sistema financiero se han realizado. Prescindiendo de matices, las cinco proposiciones siguientes reflejarían, a mi juicio, adecuadamente este punto de vista:

1) La situación de crisis económica por la que atraviesan las empresas españolas, necesita una canalización de fondos abundante y barata.

La reforma financiera, en la medida en que ha reducido los coeficientes de inversión obligatoria de las Cajas de Ahorros y de los Bancos, ha tenido un impacto negativo sobre la situación financiera de las empresas, atizando más que reduciendo su difícil situación.

2) La liberalización de los tipos de interés ha originado una competencia entre instituciones

financieras para captar recursos ajenos, de forma que ha presionado al alza en forma indebida sobre los tipos de interés pasivos, que las entidades financieras han transmitido a las empresas elevando los tipos activos de interés y, en consecuencia, los costes financieros de las empresas.

3) La liberalización de los tipos de interés, inicialmente inspirada en procurar una remuneración real y adecuada al ahorro, ha elevado los costes financieros pero no ha procurado un crecimiento del ahorro de la economía española.

4) La política restrictiva seguida por la autoridad monetaria ha sido una obvia dificultad para canalizar fondos con la necesaria abundancia a los sectores económicos en dificultades.

5) Se ha producido así la paradoja de un sector bancario con brillantes resultados en un período caracterizado por una situación crítica de la economía real. Aún más, los rendimientos de los activos financieros han ido adquiriendo, como consecuencia de la liberalización, unos niveles tan elevados, que legitiman una actitud de rechazo del empresario hacia la inversión real. En otros términos: el empresario, ante la alternativa de invertir con riesgo y continuar ejerciendo su discutido papel social en un contexto conflictivo, opta por destinar sus recursos, cómodamente, a la adquisición de activos financieros, con frecuencia más rentables y seguros.

En definitiva, en la vieja dialéctica entre capitalismo real y capitalismo financiero este último ha vencido sin lugar a dudas, colocando por efecto de la

reforma —y su orientación competitiva— al sector real de la economía en una situación muy difícilmente sostenible.

4. Algunas reflexiones sobre la actitud crítica ante la reforma del sistema financiero

Cabe poca duda de que las proposiciones antes recogidas —cualquiera que sea su grado de veracidad— tienen una capacidad de atracción sobre todo para aquellos, empresarios o no, que se han visto afectados por las modificaciones introducidas en el sistema financiero. Las reflexiones siguientes, sin ningún afán dogmático, tienen por objeto introducir en el razonamiento algunos otros criterios, principios y esquemas interpretativos para poder enjuiciar con más propiedad el proceso de cambio reciente en nuestro sistema financiero.

1. La dimensión de la reforma financiera

Las posiciones críticas adoptan una visión de la reforma que en un sentido es más limitada y en otro más amplia que su alcance real.

En efecto, parece existir una cierta propensión a identificar reforma financiera con liberalización, cuando no elevación, de los tipos de interés. Más allá de este aspecto, sin duda importante, creo que en las páginas anteriores se han expuesto otros ámbitos de innovación, clarificación y transparencia que constituyen directamente aportaciones positivas a la estructura de la financiación de la economía española.

Sin perjuicio de esa visión limitada, otros argumentos críti-

cos parecen asignar a la liberalización de los tipos de interés un alcance y una amplitud que la simple inspección de la realidad no parece confirmar. Existe un acuerdo bastante generalizado en que la mayor libertad en ese concreto terreno ha venido, en buena parte, a reconocer una realidad de hecho existente con anterioridad, aunque fuesen prácticas prohibidas por la normativa vigente.

2. *Financiación, inversión, empleo*

La defensa de una canalización amplia de fondos, a bajo coste, como medio de financiar inversión —indiscriminadamente— y generar empleo, es en buena medida un argumento falaz.

Ni toda inversión es creadora de empleo, ni toda inversión, desde el punto de vista de la racionalidad económica o social, merece financiación.

Si se analiza en profundidad la situación de crisis de nuestra economía y, en general, la del conjunto de los países industrializados, se deduce de forma incuestionable la necesidad de efectuar ajustes en profundidad que acomoden la estructura productiva a los parámetros impuestos por las nuevas condiciones económicas a nivel mundial. Dichos ajustes, dirigidos a mejorar la asignación de los recursos existentes, requieren, en la mayoría de los casos, dar un mayor juego a las fuerzas del mercado, y de ahí la razón última de una política económica de corte liberalizador a nivel general. Dicha política no viene apoyada sólo en razonamientos abstractos sino en la experiencia comparada, que muestra que los países que están obteniendo

mejores resultados en su lucha contra la crisis son aquellos que, como Japón, Alemania y, en menor medida, Estados Unidos, ajustaron sus economías a esos nuevos parámetros. Por el contrario, en los casos en que se ha tomado como un dato la estructura productiva existente, protegiéndola mediante una red de intervenciones en apoyo de la misma, el resultado ha sido invariablemente tropezar con la imposibilidad de seguir durante mucho tiempo por el mismo camino ante la magnitud de los desequilibrios que se generan. En este sentido, la propia experiencia de nuestro país, y las del Reino Unido, Italia y, en menor medida, Francia, proporcionan ejemplos clarificadores de una estrategia equivocada a la que se intenta poner remedio en los últimos años.

La reforma del sistema financiero se inserta como parte de una política general de corte liberalizador tendente al ajuste de la estructura productiva, parte importante, además, dado el papel clave del sistema financiero respecto a la asignación de recursos. Por ello, en los casos en que el sistema financiero se encontraba estructurado de acuerdo con criterios predominantemente intervencionistas, se ha tendido a dar un mayor juego a las fuerzas del mercado.

En este sentido, conviene tener presente que el capital es un recurso escaso y en consecuencia, en un marco de libertad y de mercado, su coste es elevado. Pero no atribuir al capital su coste real tiene como efecto inmediato el perpetuar unas estructuras sin ninguna viabilidad frente al futuro, prolongando una situación que se ha hecho más difícil precisa-

mente por no abordar con decisión los problemas en los momentos iniciales de la crisis.

3. *Un esquema interpretativo de la realidad*

Desde mi punto de vista, los hechos sobre la situación económica empresarial, que fueron expuestos con anterioridad, permiten una explicación distinta de la realidad económica con mayor capacidad explicativa.

Dicha interpretación podría reflejarse en la siguiente secuencia:

a) El punto de partida de la crisis empresarial es doble y se sitúa, a mi juicio, de una parte, en el crecimiento de los costes energéticos y de materias primas, que han reducido en los últimos años la renta real y la demanda en todos los países que, como España, tienen una fuerte dependencia del exterior en el suministro de productos energéticos. El otro factor esencial en la explicación de todo el proceso es la elevación de los costes salariales que han debido soportar las empresas españolas en los últimos años.

b) Ese doble punto de partida tiene dos consecuencias inmediatas. La primera es la aparición de fuertes tensiones inflacionistas, para cuyo control, dado el fracaso de instrumentar una política salarial y de rentas adecuada, se ha hecho precisa una política monetaria rigurosa de acotamiento en el crecimiento de la masa monetaria.

La segunda es el deterioro del excedente empresarial, tanto el realmente obtenido como las expectativas de beneficio a corto plazo.

c) El deterioro del excedente empresarial ha conducido a

una menor capitalización de las empresas, en el doble sentido de menores aportaciones de capital como de una menor autofinanciación por la vía de menores beneficios.

d) Correlativamente se ha producido una elevación en la relación del endeudamiento a los recursos propios. Un crecimiento protagonizado por el crédito bancario, frente al mercado de emisiones. Un mercado en el que debe reconocerse que la empresa privada nunca ha tenido una presencia muy vigorosa dada su tradicional resistencia a cuidar el mercado secundario.

Ese endeudamiento adicional de las empresas se ha producido en la zona de apalancamiento negativo.

No es extraño que en estas circunstancias la rentabilidad de los activos financieros esté por encima de la obtenida por la gestión empresarial. Es obvio, sin embargo, que una situación de este tipo es transitoria porque la remuneración de los activos financieros está en íntima relación con la rentabilidad real de las actividades a que éstos financian. Ni las entidades financieras, ni las empresas pueden pagar prolongadamente una remuneración a los recursos ajenos que esté por encima de la rentabilidad que esperan obtener de la colocación o inversión de tales fondos.

e) De otra parte, la política monetaria rigurosa diseñada para evitar atizar el fuego de las tensiones inflacionistas, ha debido contar con un déficit público importante cuantitativa y cualitativamente, que aún ha restado más medios de financiación a la empresa privada.

f) La elevación de los costes financieros de las empresas es, pues, una resultante tanto del mayor grado de endeudamiento empresarial como de una política monetaria precisa para evitar los efectos inflacionistas del crecimiento excepcional de elementos básicos de los costes empresariales (primeras materias y costes salariales) y del déficit público.

Un panorama sobre el que en los últimos tiempos ha venido a introducirse otro factor adicional importante: la elevación de los tipos de interés en los mercados financieros internacionales.

A mi juicio, el posible efecto sobre los tipos de interés de la criticada competencia entre entidades de depósitos, no ha debido ser especialmente intenso, en la medida en la que, como antes se dijo, la liberalización de intereses, para un amplio segmento de los recursos ajenos, se habría producido de hecho antes de su consagración a nivel normativo.

4. *La retribución de los pasivos y la generación de ahorro*

Un punto clave en el que los críticos de la reforma del sistema financiero insisten, es en el escaso éxito de la liberalización de intereses como medio de estimular el ahorro familiar.

No creo que en ningún momento nadie haya esperado resultados milagrosos de la liberalización de los tipos de interés sobre el ahorro. Todo el mundo es consciente de que el nivel de renta disponible, su crecimiento y su distribución, son factores de primera magnitud para explicar, más allá del tipo de interés, el comportamiento del ahorro familiar.

La tendencia decreciente del ahorro de las familias constituye el reverso del aumento de la proporción relativa que supone el consumo: esto es, del aumento de la propensión media al consumo. Como es lógico, la simple desaceleración del crecimiento real de la economía tenía que conducir a este resultado, en la medida en que no cabe esperar una adaptación plena del ritmo de crecimiento del consumo, particularmente tras varios años de crecimiento rápido de ambas magnitudes. Ahora bien, esta inercia no basta para explicar la persistencia del fenómeno a lo largo de varios años. A ésta han contribuido, además, la redistribución de la renta hacia las rentas de trabajo, la redistribución, a través del seguro de desempleo y de las mejoras del sistema de pensiones, hacia unidades familiares con bajo nivel de renta y la elevación de los precios energéticos, unida a la inelasticidad del consumo de energía.

El conjunto de factores que acaban de enumerarse como favorecedores de una disminución de la propensión al ahorro por parte de las familias en escasa medida podrían ser compensados por la elevación de los tipos pasivos de interés. Ciertamente, uno de los objetivos de la reforma del sistema financiero era posibilitar una mejor remuneración al ahorro que sirviera para estimular éste. Ahora bien, no conviene olvidar que la remuneración no es el único factor, ni el más importante, en la determinación del ahorro de las familias; en este sentido, la evolución de la renta y el conjunto de factores mencionados más arriba como favorecedores de un aumento del consumo pesan, sin duda, mucho más. A

ello hay que añadir que la elevación de los tipos pasivos a partir de 1978 ha sido menos marcada que lo que la observación de los niveles de los mismos puede hacer pensar, habida cuenta de la existencia, en años anteriores, del fenómeno ya reiterado de los extratipos; por otra parte, dados los niveles de inflación, existe una fuerte presencia en favor de la tesis de que los tipos de interés reales hayan seguido siendo negativos, aunque cada vez en menor medida. En definitiva, lo más que podía esperarse a corto plazo de una remuneración del ahorro más realista, dado el conjunto de condicionantes existentes, era el de frenar, en alguna medida, el descenso propiciado por el resto de los factores, extremo éste que no es posible contrastar sin una simulación fiable de los resultados a que se habría llegado en ausencia de la liberalización de los tipos, pero sobre el que existen fuertes indicios de una actuación favorable.

IV. ALGUNAS CONCLUSIONES

El breve repaso de conjunto sobre algunos aspectos de la reforma del sistema financiero, permite derivar algunas conclusiones útiles de cara al futuro.

La *primera* es el reconocimiento de que cualquiera que sea la valoración de la reforma, el espíritu de innovación que la misma ha generado, en ocasiones incluso más allá de las puras normas legales, ha aportado novedades tecnológicas en el proceso de financiación de la economía española que son de interés por sí mismas y suponen,

en todo caso, un avance en la modernización del comportamiento financiero y un acercamiento en el necesario ajuste dinámico entre la evolución del sistema financiero y economía real.

Destacaría en *segundo* lugar que las modificaciones introducidas en el sistema no han constituido, desde el punto de vista de una filosofía propia de una economía de mercado, un elemento negativo o retardatorio de una recuperación sólida y estable de la economía real. En realidad, la única acusación solvente que puede hacerse en este terreno al sistema financiero es la de haberse negado a aprender la tenacidad de ciertas empresas y proyectos a sobrevivir a pesar de carecer de una racionalidad económica que lo justifique desde el punto de vista de su rentabilidad económica y social.

La reforma del sistema financiero debe por ello continuar. Como tantas veces se ha insistido, a los problemas que a corto plazo puede tener la mayor libertad en el funcionamiento de las instituciones financieras, sólo es posible responder con mayores dosis de libertad y de responsabilidad.

Una *tercera consideración* es la necesaria perseverancia de la lucha en los diferentes frentes que auténticamente condicionan el desarrollo futuro de la economía, sin caer en espejismos engañosos.

La continuidad en la moderación de la inflación, en reducir el déficit público, en moderar los incrementos de los costes salariales y en la búsqueda de actividades empresariales adecuadas a nuestras posibilidades y adecuadas a las nuevas coor-

denadas energéticas, tecnológicas y de mercados internacionales, se revelan como puntos básicos a solventar en el futuro inmediato. Son problemas difíciles que exigen imaginación y voluntad colectiva de solución.

Destaquemos en *cuarto* y último lugar, que con frecuencia por debajo de las críticas al proceso de reforma del sistema financiero, inspirado en el mercado y en la libertad, no late tanto una divergencia de carácter técnico como una postura ideológica distinta.

Si se piensa que lo conveniente para la economía es la socialización del crédito de las instituciones que lo conceden, es obvio que una reforma destinada a nutrir más el tejido de las instituciones y a darles un mayor margen de libertad es una contradicción.

En mi opinión, esa opción ideológica es legítima pero debe plantearse con toda claridad, sin disfrazar su objetivo final con argumentaciones pretendidamente objetivas en términos de racionalidad económica.

NOTAS

(1) A. CUERVO y P. RIVERO, *Examen económico-financiero de la empresa española*, (cuarto análisis) (APD, Madrid, 1981).

(2) Ensayo de la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial 1977-79, Madrid, 1981.