

EVOLUCION COMPARADA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: ALGUNAS OBSERVACIONES

La mayor parte de los sistemas financieros occidentales han experimentado, desde principios de los años setenta, transformaciones sustanciales, mediante las que se ha pretendido adaptarlos a las nuevas circunstancias impuestas por la crisis y el cambio tecnológico. Esas transformaciones han supuesto, en términos generales, la aplicación de una política monetaria de carácter restrictivo y la reducción de intervenciones para facilitar la asignación descentralizada de recursos.

En el presente trabajo, **Jaime Requeijo** analiza, a grandes trazos, los cambios operados en el sistema financiero español a partir también de los años setenta, las razones de ese cambio, que ha supuesto un acercamiento de la realidad financiera española a la de los países desarrollados de mercado, y las tendencias recientes que apuntan hacia un posible cambio de modelo financiero.

1. FUNCIONES QUE DEBE CUMPLIR UN SISTEMA FINANCIERO

EN cualquier economía hay unidades que no gastan toda su renta y otras cuyo gasto excede de su renta disponible; en una economía de cierta complejidad, con notable peso de los sectores secundario y terciario, ese fenómeno es aún más perceptible puesto que las empresas y las economías domésticas se alejan cada vez más las unas de las otras y sus decisiones de ahorro-inversión no mantienen relación alguna. Sería técnicamente posible que las unidades excedentarias y deficitarias mantuvieran comunicación directa para acordar las

condiciones de esa cesión temporal de renta, pero el gran número de agentes y la multiplicidad de transacciones complicarían extraordinariamente la tarea; es preciso, por lo tanto, recurrir a la intermediación, intermediación que lleva a cabo el sistema financiero. Podemos, pues, definir el sistema financiero como el conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, que trasvasan renta desde las unidades excedentarias hasta las deficitarias.

Un sistema financiero debe realizar, por lo tanto, las siguientes funciones:

1) *Fomentar el ahorro.* Sin el ahorro el sistema financiero pierde su razón de ser, pero, además, sin ahorro o con una baja tasa de ahorro, las econo-

mías se paralizan gradualmente, el horizonte empresarial se estrecha, la otra cara del ahorro — la inversión — se debilita y la propia función de intermediación termina por perder su sustancia. Fomentar el ahorro significa poder ofrecer una retribución atrayente al ahorrador potencial y unas condiciones generales que le induzcan a prescindir de una parte de su renta presente para adquirir un crédito sobre el futuro, un activo financiero.

2) *Asignar adecuadamente los recursos.* La tarea de un sistema financiero no consiste, tan sólo, en intermediar recursos; debe canalizarlos, asimismo, hacia actividades con alta rentabilidad real. Si no lo hace así, si la rentabilidad de las inversiones es baja o nula — si los rendimientos esperados son inferiores al coste del capital — los propios intermediarios financieros sufrirán, antes o después, las consecuencias: los prestatarios no podrán devolver los préstamos y el circuito ahorro-inversión tenderá a resquebrajarse afectando, en primer lugar, a esos intermediarios que verán cómo las garantías patrimoniales que respaldan su cartera se perjudican velozmente. Tengamos en cuenta que el sistema financiero no es sólo un cauce para trasvasar recursos; es también una red de señales que permite, con reducidos costes de transacción, valorar la rentabilidad presente y esperada de las distintas actividades económicas y, por ello, aunque no le corresponda intervenir en todo el proceso de asignación de recursos, que dependerá estrechamente de las medidas de política económica general, debe cumplir con la misión que le es propia: analizar, minuciosamente, la capacidad de generación de renta de las unidades de gasto.

3) *Mantener una elevada productividad.* O, lo que es igual, trabajar con márgenes de intermediación reducidos. Cuando la diferencia entre productos y costes financieros es amplia — cuando es elevado el margen de intermediación — el sistema aviva las presiones inflacionistas de la economía y recorta la capacidad expansiva del sector real. Aviva las presiones inflacionistas porque impulsa al alza los tipos de interés y, en general, los costes financieros; recorta la capacidad expansiva del sector no monetario porque le obliga a trabajar con costes financieros elevados, lo que reducirá su rentabilidad y, progresivamente, aumentará su endeudamiento. Y no debe olvidarse nunca que la salud de un sistema financiero dependerá, a la larga, de la vitalidad del sector no financiero.

4) *Mantener una elevada flexibilidad.* Tanto los intermediarios, como los mercados, como los instrumentos utilizados, deben poder cumplir las tres funciones anteriores en escenarios cambiantes. La intermediación no puede realizarse de la misma forma en situaciones caracterizadas por altos ritmos de crecimiento real y niveles reducidos de inflación que en fases de crecimiento lento y fuertes presiones inflacionistas: los comportamientos, las prioridades y las expectativas de los agentes económicos varían de uno a otro contexto, varían en realidad con la multiplicidad de escenarios económicos, y cumple al sistema financiero adaptarse a esas variaciones para seguir estimulando el ahorro, primando la eficacia y conservando una productividad elevada. La incapacidad para adaptarse significa, en última instancia, frenar la capacidad de crecimiento de la econo-

mía y, por ende, acentuar sus debilidades.

Tales son las cuatro funciones que debe cumplir un sistema financiero en una economía de mercado y, para cumplirlas adecuadamente, se hace preciso que se mueva en un clima de libertad y competencia. Actuar con libertad no puede significar, en el caso del sistema financiero, ausencia total de normas. El sistema intermedia dinero y el dinero no es una mercancía cualquiera: es, en la actualidad, un bien cuya creación no responde a ninguna regla objetiva, sino a decisiones de los gobiernos, y ello, unido al poder extraordinario sobre la sociedad que su posesión confiere, obliga a vigilar cuidadosamente tanto el proceso de creación como el de intermediación. El dinero fiduciario es, en el fondo, un pacto de confianza y debe evitarse, por todos los medios, que el pacto se quiebre porque ello supondría una desarticulación total de la vida económica: la historia nos muestra, en más de una ocasión, las consecuencias derivadas de la ruptura de ese pacto. Pero existen, en éste como en otros casos, grados distintos de libertad y administración, y un sistema financiero fuertemente intervenido dejará de constituir un instrumento útil de creación y asignación de recursos para convertirse en un compensador de ineficacias; su misión no será entonces abrir el futuro sino aquietar el presente. Un sistema financiero fuertemente intervenido no fomenta adecuadamente el ahorro porque no puede adaptarse a las necesidades de los ahorradores potenciales, necesidades que son, por definición, cambiantes. Ni tampoco, por supuesto, trasvasará recursos hacia los sectores y empresas con

elevada productividad porque deberá atender, con preferencia, a los que los propios órganos encargados de su administración le señalen. La administración generalizada del sistema financiero logrará suavizar las tensiones del presente, pero a costa de acentuar los problemas del futuro.

También es preciso que el sistema se vea sometido a dosis elevadas de competencia ya que, de lo contrario, tenderá a dilatar su margen de intermediación y, consecuentemente, a reforzar las presiones inflacionistas y debilitar el potencial de crecimiento de la economía. Podría pensarse que la intervención, y concretamente la fijación de los tipos de interés activos y pasivos, debe evitar esa posibilidad, pero la práctica financiera pone de manifiesto que cualquier sistema es capaz de sortear esas trabas legales y que los tipos activos y pasivos de interés no son, en última instancia, los fijados por la autoridad monetaria sino los que resultan de la tensión de oferta y demanda de los distintos mercados de fondos prestables. El único camino posible para lograr que el sistema financiero trabaje con un reducido margen de intermediación es permitir una fuerte dosis de competencia entre los intermediarios. Aunque puedan apreciarse, en ocasiones, rasgos diferenciales importantes, que son debidos a la singularidad de las distintas economías, los sistemas financieros permiten una clasificación relativamente simple.

2. EL MODELO VOLUNTARISTA: LA MONETIZACIÓN ADMINISTRADA

En este caso, el sistema financiero presenta las siguientes características: política monetaria permisiva, actuación de los intermediarios sometida a múltiples controles, reducido grado de competencia.

La oferta de dinero no constituye, aquí, una variable independiente con valores fijados por la autoridad monetaria para que puedan mantenerse los equilibrios básicos de la economía: de lo que se trata es de practicar una política monetaria adaptativa que dé cauce financiero a las necesidades reales, que las monetice. De esa forma no se impone ningún límite monetario al proceso de desarrollo. Esa fácil monetización de necesidades se completa, en el modelo referido, con una elevada intervención de los intermediarios y de los mercados. Los tipos activos y pasivos de interés quedan fijados por la autoridad monetaria y una proporción elevada de los flujos de crédito se sectoriza, se dirige centralizadamente hacia los sectores y actividades que se consideran prioritarios en el proceso de desarrollo. Con ello se consigue fijar, de forma exógena, el precio del dinero y dar un tratamiento privilegiado, por las especiales condiciones financieras que se le aplican, a un conjunto de agentes económicos. Los intermediarios, finalmente, no actúan en un clima de elevada competencia por dos razones: primera, porque los distintos grupos de intermediarios no pueden realizar las mismas operaciones y existe, por lo tanto, una división funcional que produce mercados de clientela; segundo, porque se

procura aislar al mercado nacional del internacional evitando, sobre todo, la instalación de intermediarios extranjeros en territorio nacional.

El modelo que acabamos de describir se corresponde, en su acepción extrema, con el sistema financiero español que podríamos calificar de tradicional: el que, con algunas modificaciones, que no alteran su esencia, está vigente en España, desde principios de los años cuarenta a mediados de los años setenta. Un sistema que conjuga la política monetaria pasiva, que responde sobre todo a las necesidades del sector público, con los otros dos rasgos enumerados: los tipos de interés reflejan, en cada momento, decisiones públicas; los circuitos privilegiados de crédito suponen, por término medio, del 40 por 100 al 50 por 100 del crédito total; bancos y cajas de ahorros, los dos principales grupos de intermediarios, no tienen la misma capacidad de actuación, puesto que las segundas no están autorizadas para efectuar todo tipo de operaciones; no se permite la implantación de bancos extranjeros, pese a que en algunas normas, y concretamente en la ley de Bases de 1962, se menciona esa posibilidad.

Este sistema no se da exclusivamente en España, aunque es en España donde ha funcionado de manera más rotunda, puesto que el largo período de autarquía, de economía dirigida, produjo una configuración financiera a imagen y semejanza de la del sector real. Un país financieramente tan lejano como Estados Unidos ha convivido, durante largos años, con una política monetaria permisiva y una estructura financiera modelada en los años treinta y caracteri-

zada por múltiples intervenciones, en especial el plafonamiento de los tipos de interés pasivos (*Regulation Q*), la regionalización de la actividad bancaria y la división de funciones entre bancos comerciales y otros intermediarios (1). De todas maneras, es Italia el país que ha seguido, de los cincuenta a los setenta, un camino paralelo al español con el sistema que el Informe Monti denomina de «crecimiento financiero» y cuyo objetivo último es la rápida acumulación de capital (2). Lo que se pretende, ante todo, es que la economía crezca a ritmo elevado, para lo cual se aplica una política de dinero barato, se mantienen bajos los tipos de interés nominales y se canaliza el crédito, compulsivamente y en condiciones privilegiadas, hacia determinados sectores de la economía.

Ese modo de actuar produce, sin embargo, tres disfunciones que fijan los límites de su vigencia: la inflación, el desequilibrio externo y el envejecimiento industrial.

La creación de dinero por la vía de monetización de necesidades tiene su reflejo en el crecimiento de los precios, lo que introduce, como es bien sabido, un cúmulo de incertidumbres en las transacciones: la inflación es siempre un impuesto que recae sobre los acreedores y favorece a los deudores, un instrumento de erosión de la capacidad adquisitiva de los perceptores de rentas fijas, entre los que se encuentran las capas más débiles de la sociedad, un fenómeno monetario que da lugar a que los saldos reales, activos y pasivos, de cualquier grupo de agentes de la economía puedan experimentar cambios sustanciales. En un entorno inflacionista, la propensión al ahorro, se debilita,

puesto que se prefiere el consumo presente al dudoso crédito frente al futuro. El clima inflacionista obliga a la política monetaria a variar algunos de sus supuestos, aunque siga apoyada en los mismos presupuestos, dado que los responsables de la política económica, se ven obligados, recurrentemente, a compensar las desviaciones a que da lugar (3).

Todo proceso de inflación diferencial tiende a provocar o agravar el desequilibrio externo al reducirse continuamente la competitividad exterior. La secuencia es más visible con tipos de cambios fijos pero se da igualmente con cambios flexibles, puesto que no existe adaptación inmediata de precios relativos y la propia devaluación de la moneda retroalimenta, sin cesar, el ritmo de inflación.

Cuando parte de los flujos financieros se dirigen hacia sectores y empresas que se consideran prioritarios, desde el punto de vista del desarrollo general del país, se produce el fenómeno de la «fiscalidad oculta». Esos sectores y empresas, reciben, efectivamente, créditos privilegiados cuyo coste no recae sobre los intermediarios financieros: el poder de traslación de éstos hará que el coste de oportunidad gravite sobre los sectores y empresas que no tienen acceso a ese tipo de financiación. Por esa razón, el crédito privilegiado equivale a un impuesto recaudado por los intermediarios financieros. Lo importante, sin embargo, es comprender que, de un lado, los beneficiarios de ese crédito no se ven estimulados, en muchos casos, a vigilar los otros costes que se incluyen en su función de producción ni a adaptarse, con suficiente rapidez, a las variaciones de la de-

manda y que, por otro lado, el mayor coste del crédito libre reduce el potencial expansivo de muchas empresas y dificulta la inversión y, consecuentemente, la transformación industrial.

Esos tres desequilibrios que, con ciertas diferencias, podrían observarse en muchas de las economías industriales de occidente a principios de los años setenta, se agudizaron aún más al iniciarse, en 1973, el actual período contractivo-inflacionista. Era, pues, necesario modificar el sistema financiero que facilitaba su aparición.

3. EL MODELO DE MERCADO: LA LIBERALIZACION ENMARCADA

El segundo modelo pretende que sean las fuerzas de mercado las que canalicen los recursos, y sus características básicas son tres: política monetaria de baluarte, reducción de las intervenciones que regulan la actividad de los intermediarios y aumento de la competencia entre los mismos.

La política monetaria trata, en este caso, de regular la cantidad de dinero existente en la economía para actuar, de la forma más directa posible, sobre el gasto agregado nominal. ¿Por qué hemos utilizado, en este caso, el calificativo «de baluarte»? Porque lo que las autoridades monetarias persiguen, con este tipo de política, es evitar la subordinación de la política monetaria a la acción de los factores autónomos de creación de liquidez —saldo del sector exterior, saldo del sector público y efectivo en manos del público—

compensando sus efectos y manteniéndose, por lo tanto, dentro de una senda predeterminada. Y porque la política monetaria, así concebida, tiene un marcado cariz antiinflacionista, puesto que se reducen, gradualmente, los incrementos interanuales de la cantidad de dinero para cortar las expectativas inflacionistas: precisamente por esta última razón los objetivos monetarios se dan a conocer, anticipadamente, en la mayor parte de los países.

La limitación impuesta por esa política monetaria supone que el sistema crediticio no pueda monetizar necesidades; ha de intermediar, pues, unos recursos cuyo volumen aproximado es conocido de antemano, si bien su actividad se lleva a cabo en un clima de amplia libertad. Se pretende, con ello, que el coste del dinero refleje el coste de oportunidad experimentado, a lo largo del tiempo, por las unidades de ahorro y que el precio del mismo no induzca a las unidades de gasto a calcular erróneamente la rentabilidad de sus inversiones. Esa libertad de fijación de interés ha de verse, además, acompañada por la reducción del volumen de crédito intervenido para que no se produzca traslación de costes de un segmento a otro del crédito, desvirtuando de esa forma el principio liberalizador en que se apoya toda la actividad de intermediación.

La especialización de los intermediarios es un rasgo muy común a la mayor parte de los sistemas financieros de occidente. La razón es simple: el esfuerzo de transformación no debe superar ciertos límites y, por lo tanto, las operaciones pasivas deben guardar una correspondencia aproximada con las activas. Se trata, sin embargo, de una

razón que pertenece mucho más al pasado que al presente. En primer lugar, porque la demanda de servicios financieros se hace hoy cada vez más homogénea y es difícil mantener esa compartimentación; en segundo término porque la capacidad operativa actual de los bancos emisores, verdaderos bancos de bancos, hace posible soslayar cualquier problema de transformación. Permitir que los intermediarios compitan entre sí evita, por lo tanto, la fragmentación de mercados y aumenta su eficacia, lo que hace que el modelo se complete con la equiparación de intermediarios, siguiendo el esquema de banca universal, y la apertura de fronteras para permitir que la banca extranjera pueda instalarse en territorio nacional.

Adviértase que, en sus grandes rasgos, el modelo que hemos llamado de liberalización enmarcada es el reverso del de monetización administrada: en aquél, la política económica general determina las necesidades financieras y la autoridad monetaria adapta la oferta de dinero a las mismas; en éste, se fija una oferta de dinero compatible con el crecimiento nominal de la economía y se descentraliza, en buena medida, la asignación de los recursos financieros.

La reforma del sistema financiero español, que abarca el período 1974-81, y que recibe su impulso principal en 1977, con el Programa de Saneamiento y Reforma Económica, sigue las líneas básicas de ese modelo. A partir de 1977, la política monetaria, cuya instrumentación se había perfeccionado en los primeros años de esa década, tiene como objetivo fijar el crecimiento anual de la cantidad de dinero y reducir el crecimiento intera-

nual. Se convierte, por lo tanto, en política de baluarte. La notable intervención a que había estado sometida hasta entonces la actuación de los intermediarios financieros se reduce considerablemente: los intereses activos y pasivos quedan liberados, salvo la excepción que suponen los depósitos a corto plazo; se programa una disminución progresiva de los coeficientes de inversión para aumentar la capacidad de actuación de los intermediarios financieros. Con objeto de elevar el grado de competencia de los mercados financieros, en 1977 se autoriza a las Cajas de Ahorros, que suponen un tercio de los depósitos del sistema, a realizar las mismas operaciones que los bancos y, en 1978, se da entrada a la banca extranjera con ciertas restricciones: su financiación ajena en el mercado interior no puede superar el 40 por 100 de su crédito a empresas españolas más los activos de cobertura del coeficiente de caja y sólo pueden abrir tres oficinas como máximo. Para hacer compatible el proceso liberalizador con la protección del ahorro y del adecuado funcionamiento de las entidades crediticias, en 1977 se crean los Fondos de Garantía de Depósitos de bancos y cajas de ahorros y se refuerzan, en 1978, las facultades inspectoras del Banco de España.

De esa manera, el sistema financiero español dejó atrás su forma tradicional de actuar, acompañada al modelo de monetización administrada, para adoptar una nueva fórmula mucho más acorde con los presupuestos de una economía de mercado. Ya no se trataba de aplicar una política de dinero barato para facilitar el crecimiento — la crisis iniciada en

1973 había trizado los presupuestos de esa política — sino de elevar la eficacia del mecanismo de intermediación para racionalizar la acumulación de capital.

Pero hay también un propósito último de la reforma: acercar el sistema financiero español al de los países occidentales desarrollados, puesto que, en diferentes grados y en momentos distintos, las tres características a las que hemos hecho referencia han ido apareciendo en la mayoría de esos países. La política monetaria que hemos denominado de baluarte, y que consiste en fijar para cada período un tope al crecimiento del dinero y reducir los incrementos interanuales, es hoy práctica común en los países de nuestro entorno, porque los excesos de liquidez internacional de principios de los años setenta, la inestabilidad financiera provocada por las dos crisis del petróleo y las dificultades que plantea el control de otras variables monetarias han hecho que los gobiernos, preocupados por reducir la inflación, como paso previo para la recuperación económica, hayan aplicado, con ligeras variantes, el mismo tipo de política monetaria. E igual sucede con las otras dos piezas del modelo de liberalización enmarcada: existe en el mundo occidental desarrollado la común impresión de que la asignación de recursos será tanto más eficaz cuanto más libremente puedan actuar los intermediarios y más intensa sea la competencia entre los mismos. Sirvan de ejemplo dos opiniones, referidas a sistemas muy distintos y que, en cierto modo, representan los extremos del arco de sistemas financieros desarrollados:

- «El objeto de la reforma de las normas bancarias y financieras es, en esencia, bas-

tante simple: deseamos preservar y defender una fuerte competencia que nos asegure que nuestro sistema financiero sigue siendo el más eficaz e innovador del mundo.

(Paul Volcker, «Statement on Proposed Reform of Banking and Financial Legislation», *Federal Reserve Bulletin*, Noviembre 1981, pág. 837).

- Puede lograrse un aumento de la eficacia técnica y asignadora... «aumentando el grado de competencia y reduciendo la fiscalidad oculta que afecta a los mercados y a los agentes que en ellos operan».

(Informe Monti, pág. 35).

El cuadro adjunto resume, desde ese triple ángulo — política monetaria, regulación de los intermediarios, grado de competencia —, la situación actual de algunos de los sistemas financieros occidentales. Inclusive los sistemas más intervenidos (francés e italiano) se van liberalizando gradualmente.

Además de acrecentar su eficacia operativa y asignadora

¿existen otras ventajas derivadas de la liberalización del sistema financiero español y, por lo tanto, de su acercamiento a los occidentales desarrollados? Existen, por lo menos, tres ventajas adicionales a las que cabe hacer referencia.

En primer lugar, la liberalización permite una nueva configuración del sistema, configuración mucho más compleja y acorde, por lo tanto, con el grado de desarrollo general de la economía y el alargamiento del circuito ahorro-inversión. Citemos, tan sólo, las principales innovaciones que han aparecido, en los últimos años, en nuestra realidad financiera. El mercado monetario se ha desarrollado considerablemente y ampliado su radio de acción: ya no se trata de un mercado institucional y dedicado, en buena medida, a regular la liquidez de los intermediarios sino que se ha abierto a los ahorradores últimos, lo que permite a éstos adecuar, con mayor facilidad, la composición

de su cartera a la combinación deseada de liquidez-riesgo-rentabilidad. A través de los créditos a interés variable, se han engranado el mercado monetario y el de capitales en los tiempos en los que las expectativas de inflación y la volatilidad de los tipos de interés tienden a separar tales mercados. Se observa, por otro lado, la aparición del fenómeno de la desintermediación, o relación directa entre unidades de ahorro y gasto. Finalmente, se espera reforzar de manera sustancial, el mercado de capitales en la medida en que las instituciones de inversión colectiva y, muy en especial, los fondos de pensiones se articulen y hagan sentir su presencia en los mercados financieros. El sistema financiero, por lo tanto, se torna más complejo y diferenciado y permite que la actividad de los agentes económicos encuentre, en cada momento, el cauce adecuado.

Sin esa modificación institucional, la incorporación de los

RASGOS PRINCIPALES DE ALGUNOS SISTEMAS FINANCIEROS

PAIS	TIPO DE POLITICA MONETARIA	ACTUACION DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	COMPETENCIA ENTRE PRINCIPALES INTERMEDIARIOS	BANCA EXTRANJERA
CANADA	Control M1 (1975)	Intereses libres	Banca universal	Paridad de trato
ESTADOS UNIDOS	Control M2 y M3	Liberalización progresiva de intereses: eliminación gradual (hasta 1986) de la «Regulation Q».	Se encamina hacia banca universal: se reducen barreras y diferencias entre tipos de bancos	Paridad de trato
ALEMANIA	Control M2 (1974)	Intereses libres	Banca universal	Paridad de trato
FRANCIA	Control M3 (1976)	Intereses libres, con restricciones	Se encamina hacia banca universal (<i>Projet de loi bancaire</i>)	Paridad de trato (CEE) Reciprocidad en los demás casos.
INGLATERRA	Control M3 (1976)	Intereses libres	Banca universal	Paridad de trato
ITALIA	Control volumen de crédito	Intereses pactados	Competencia, con restricciones	Paridad de trato (CEE) Reciprocidad en los demás casos.

Fuentes: K. Johnson, «Foreign Experience with Targets for Money Growth», *Federal Reserve Bulletin*, octubre, 1983. J. Welch (ed.), *The Regulation of Banks in the Member States of the EEC*, Martinus Nijhoff Publishers, La Haya, 1981. *Canada Bank Act 1980*. «Présentation du projet de loi bancaire», *Le Journal des Caisses d'Epargne*, Noviembre, 1983.

adelantos técnicos —informática y comunicaciones— se produciría de forma más lenta y mantendría al sistema financiero español alejado de un movimiento de transformación que, a todas luces, supondrá un cambio radical de instituciones, mercados e instrumentos. En los próximos años, la forma de actuar de los intermediarios financieros experimentará cambios muy profundos debido a las posibilidades que ofrecen los medios actuales de información y comunicación, cambios que provocarán una unificación cada vez mayor de los mercados internacionales y cambios a los que el sistema español no puede ser ajeno si desea mantener y acrecentar su eficacia.

Por último, no hay que olvidar que, si España se integra en el Mercado Común Europeo, deberá aceptar una mayor competencia también en los mercados financieros. Para afrontarla sin excesivas tensiones, es de todo punto conveniente que se produzca, gradualmente, esa apertura exterior que, paulatinamente, acercará nuestro sistema financiero a los de Europa occidental.

4. LOS PROBLEMAS DE LOS OCHENTA

Toda crisis profunda, como la actual, supone una desarticulación del aparato productivo y una pérdida de rentabilidad del mismo que encona, desde muy diversos ángulos, los problemas inmediatos; pero es algo más también: supone una disminución de expectativas que ensombrece el futuro, un futuro que no devuelve, transformada, la imagen del presente, sino que se

convierte en un hueco oscuro de aspecto amenazador. Por eso las crisis profundas no se definen tanto por sus dificultades presentes como por sus incertidumbres futuras.

Toda crisis profunda plantea, por lo tanto, al sistema financiero una serie de problemas que tienen mucho que ver con la quiebra del resorte psicológico que enlaza el hoy y el mañana económico, porque ese resorte condiciona las decisiones que han de tomarse hoy para que surtan efecto mañana; es decir, actúa sobre todo el proceso de ahorro-inversión. Por eso, dos problemas de singular importancia en un contexto crítico son cómo fomentar el ahorro y cómo impulsar la inversión, problemas estrechamente relacionados, puesto que el primero constituye requisito previo del segundo y la evolución del segundo condiciona la del primero. Pero a esos dos problemas hay que añadir otro al que las especiales características de esta crisis, y el cambio institucional experimentado por las economías occidentales desarrolladas desde el final de la Segunda Guerra Mundial, dotan de un peso específico singular: el déficit público, un déficit que es expresión primera de la crisis pero que, al mismo tiempo, supone uno de los grandes obstáculos que dificultan su solución.

La vertiente financiera de esos tres problemas ha sido objeto de estudio en casi todos los países desarrollados occidentales y entendemos que, por su conexión con la realidad española, merece la pena hacer una breve referencia a las recomendaciones que el Informe Dautresme formula sobre el ahorro y al tratamiento dado por el Informe Monti a los problemas de inversión y déficit

público. Los resúmenes 1, 2 y 3 ofrecen una breve síntesis de los dos trabajos.

Podemos observar que, pese a constituir problemas distintos, el tratamiento que reciben en los dos informes mencionados sigue un camino similar: se trata de fomentar el ahorro a través de una serie de estímulos fiscales y financieros (Dautresme), de impulsar la inversión rentable creando un entorno financiero sin distorsiones (Monti), de financiar el déficit público apelando al mercado, lo que debe constituir un factor de contención del mismo, y de la forma menos perturbadora posible para el funcionamiento global de la economía (Monti). Se busca la solución, por lo tanto, sin producir alteraciones en el modo de funcionamiento del sistema financiero.

No parece ocurrir lo mismo en el caso español. Nos referimos, claro está, a los problemas de inversión y déficit público, puesto que el ahorro no ha sido objeto, por el momento, de tratamiento especial.

La economía española tiene ante sí, es bien sabido, dos problemas importantes: el déficit público y la reconversión industrial. El déficit público, que es la expresión más palpable de la crisis, habrá alcanzado, en 1983, casi el 6 por 100 del Producto Interior Bruto y dado lugar a una intensa apelación a los mercados financieros para impedir su monetización. La variación de precios y demandas relativas, ampliada por la crisis, ha dado como resultado el envejecimiento de una parte importante de nuestro tejido industrial y la necesidad de proceder a una reconversión del mismo que supone, de un lado, elevar la productividad y reducir la dimen-

RESUMEN N.º 1

El ahorro según el informe Dautresme ()*

No es posible aumentar la inversión si disminuye el ahorro de las economías domésticas y éste ha pasado del 18,6 por 100 al 14 por 100 de la renta personal disponible en el período 1975-81. Las razones de esa caída del ahorro son diversas, pero hay que contar, entre ellas, el menor crecimiento de la renta real de las unidades económicas. Ante esa situación, que compromete cualquier esfuerzo de desarrollo, el Informe considera que el Gobierno debe adoptar una serie de decisiones para estimular el ahorro, y debe adoptarlas en función de un conjunto de principios: 1) Debe facilitarse el flujo de ahorro y la creación de patrimonios; 2) hay que procurar que los individuos se vean estimulados a ahorrar una parte de su renta procurando que, junto a los motivos tradicionales tales como la transmisión de un patrimonio a sus descendientes, comprendan las ventajas de contar con recursos adicionales en el momento de la jubilación; 3) el ahorro debe canalizarse hacia la inversión y, consecuentemente, debe favorecerse la

autofinanciación de la empresa; 4) es preciso estimular el ahorro a largo plazo de las economías domésticas modificando la preferencia por la liquidez observable en la sociedad francesa: ello supone reordenar el conjunto de ventajas fiscales en favor del ahorro a largo plazo.

Las medidas que se proponen son, a grandes rasgos, las siguientes:

En primer lugar, la emisión de tres nuevos productos financieros. El primero de ellos, el Bono de Ahorro Social, estaría destinado a las capas de rentas bajas, sus intereses se igualarían al ritmo de inflación y quedarían exentos de impuestos; el segundo, el Plan de Ahorro-Inversión, facilitaría la inversión en acciones y obligaciones permitiendo, entre otras cosas, que los intereses reinvertidos, e inmovilizados durante cinco años, quedarán exentos de impuesto; la Cuenta de Ahorro Patrimonial es el tercer producto: debería invertirse en acciones en sus dos tercios, gozaría de una reducción del 20 por 100 en los impuestos y quedaría liberada por muerte, jubilación o por alcanzar su propietario los sesenta años. En segundo lugar, ampliar la gama de cuentas de ahorro con plazos de 6 meses a

dos años y remunerarlas con tipos más altos. En tercer lugar, conceder una serie de ventajas fiscales a los fondos invertidos en obligaciones. En cuarto lugar, diversificar los instrumentos de deuda pública para adaptarla a la diversidad de demandas. En quinto lugar, facilitar por la vía fiscal, la inversión en capital de riesgo. En sexto lugar, reforzar el papel que desempeñan los intermediarios financieros en la tarea de proteger y desarrollar el ahorro a largo plazo; ello supone impulsar, a través de medidas financieras y fiscales, las instituciones de inversión colectiva, favorecer, inclusive por la vía fiscal, la expansión de los seguros de vida y, asimismo, que se estimule la constitución de fondos destinados a completar las percepciones de los jubilados. Por último, el Informe considera que pueden reducirse los estímulos concedidos para la compra de la vivienda, suprimiendo, por ejemplo, la prima de ahorro-vivienda.

(*) *Le développement et la protection de l'épargne. Rapport au ministre de l'Economie et des Finances et au ministre délégué, chargé du Budget, de la Commission présidée par David Dautresme. La documentation française, Paris, 1982. Résumé du rapport.*

RESUMEN N.º 2

La inversión según el Informe Monti ()*

A lo largo del Informe se insiste en la necesidad de superar el modelo de «crecimiento financiado», característico de la Italia de los años cincuenta y sesenta, para lograr una acumulación de capital eficaz. Se trata, en suma, de transformar la estructura empresarial italiana en la que se aprecian, entre otros, los rasgos siguientes:

1) En la mayor parte de los casos, el rendimiento de los activos financieros supera al de la inversión real, lo que produce, entre otros efectos, un desequilibrio de flujos financieros que sólo puede ser corregido creando nuevos activos financieros y reduciendo, de esa suerte, el valor real de todos los activos financieros en manos del público.

2) Esa falta de correspondencia entre costes financieros y productividad del capital, más la volatilidad de los tipos de

interés, hace que las empresas huyan de la innovación y de las inversiones con largo período de maduración, lo que debilita el tejido industrial.

3) Las ayudas indiscriminadas a las empresas en crisis, derivadas en buena parte de la estrecha conexión entre bancos y empresas y del interés general porque no se quiebre la confianza del público en el sistema bancario, han dado lugar a la práctica desaparición de la quiebra y constituyen un notable obstáculo para la eficaz asignación de recursos.

4) La situación de cuasi-monopolio de que disfruta la banca le ha permitido trasladar todos sus costes a las empresas, y no sólo los derivados del crédito intervenido por el sector público sino también los que dimanaban de su rápida expansión y de su propia falta de eficacia.

Corregir esas deficiencias exige, del lado financiero, tener en cuenta cinco objetivos:

1. Lograr un flujo de ahorro estable que permita una financiación, igualmente estable, al sector empresarial.

2. Crear los instrumentos financieros y los canales de financiación que permitan acercar, al máximo, el coste financiero y la productividad del capital para que, de esa forma, se alcance una eficaz asignación de recursos en la industria.

3. Reducir el coste de intermediación.

4. Devolver al tipo de interés su función primaria de equilibrar la oferta y demanda de fondos prestables.

5. Corregir la composición del pasivo de las empresas para dotarlas de mayor flexibilidad operativa.

(*) *The Italian Credit and Financial System. Report by the Commission appointed by the Minister of the Treasury. Roma, junio 1983. Capítulos 5 y 7.*

sión de una serie de sectores tradicionales y, del otro, estimular la creación de nuevas industrias mucho más acordes con la evolución presente y futura de la

economía internacional. Todo ese esfuerzo de reconversión exige un apoyo financiero que, por el momento se cifra en un billón de pesetas.

De los hechos observables parece deducirse que tanto el déficit como la reconversión darán lugar a una mayor intervención de los flujos financieros: el coe-

ficiente de caja se elevó hasta el 18 por 100 en el pasado mes de enero, un coeficiente que cumple hoy la doble función de regular el crecimiento del dinero y de ayudar a financiar el déficit; los coeficientes de inversión (25 por 100 para bancos comerciales, 22 por 100 para bancos industriales y 38,75 por 100 para cajas de ahorros) se han elevado recientemente, y todo parece indicar que lo harán de nuevo a lo largo del presente año para dar mayor cabida a esas dos necesidades financieras. De mantenerse la tendencia descrita, el sistema financiero español no se apoyaría ya en el modelo que hemos denominado de *liberalización enmarcada* sino en otro distinto, mezcla de los dos anteriores, al que podríamos calificar de sistema de *administración enmarcada*: un modelo caracterizado por la conjunción de la política monetaria restrictiva, o de baluarte, y la intervención, en proporción elevada, de los flujos de crédito, intervención

que tendría por finalidad facilitar la financiación del déficit y de la reconversión industrial.

No es posible, a estas alturas, saber si el sistema financiero español va a adquirir esa configuración ni tampoco valorar sus efectos sobre el conjunto de la actividad económica, pero sí nos parece conveniente hacer alusión a alguno de los peligros que encierra la *administración enmarcada*, tanto a medio como a corto plazo.

A medio plazo el modelo descrito tendería a frenar el proceso de modernización financiera que se iniciara en los años setenta, proceso que es consustancial a un sistema descentralizado de asignación, pero que tiene mucha menos razón de ser en uno fuertemente intervenido. No olvidemos que la ampliación y conexión de los mercados, la búsqueda de nuevos instrumentos financieros y la evolución de los intermediarios tienen por

objeto, además de captar el ahorro, satisfacer las distintas características de las demandas de crédito o, dicho de otro modo, adecuar la oferta de fondos prestables a las necesidades de los distintos prestatarios. En la medida en que esa demanda de crédito se canalice, en elevada proporción, a través de coeficientes, el estímulo para la modernización disminuirá y dificultará la internacionalización de nuestro sistema financiero, proceso inevitable —el de la internacionalización— en un país que se engasta cada vez más en la división internacional del trabajo, y proceso que requiere de un clima financiero interno que lo potencie.

Pero los mayores peligros se advierten, como es natural, a corto plazo. De cristalizar el modelo de *administración enmarcada*, cuyo objetivo principal es satisfacer las necesidades financieras derivadas del déficit público y de la reconversión industrial,

RESUMEN N.º 3

El déficit público según el Informe Monti ()*

Ese déficit, que financia en buena medida gastos corrientes, produce tres efectos negativos sobre el funcionamiento de la economía italiana: hace difícil controlar el volumen total del crédito interno, rebaja la disponibilidad financiera del sector privado y disminuye, sustancialmente, la proporción de crédito asignada por el mercado. Un primer objetivo de la política económica debe consistir, pues, en reducir su nivel relativo pero, además de ello, hay que tratar de financiarlo de forma distinta para evitar la fiscalidad oculta que encierra y la dependencia a que se ve sometida la política monetaria.

Hasta el año 1981 el Banco de Italia debía asegurar las emisiones de bonos del Tesoro que, por tal razón, podían ofrecer condiciones inferiores a las del mercado. Aunque esa norma ha quedado abolida, el Informe Monti señala que la existencia de techos crediticios y el

control de cambios suponen, por vía indirecta, una canalización del crédito bancario y del ahorro privado hacia la deuda pública. Esos condicionamientos deben suprimirse para que las finanzas públicas se vean obligadas a operar dentro del mercado, lo que supondrá, en principio, un acicate para reducir los gastos. Además de ello, y con ánimo de no ligar la política monetaria a las necesidades financieras del Estado, deben adoptarse las medidas necesarias para evitar las incertidumbres y fluctuaciones que, anualmente, se producen en el cálculo del déficit y modificar su financiación.

La incertidumbre con respecto al volumen final del déficit y la aparición, a lo largo del ejercicio, de puntas elevadas en las necesidades de caja llevan al Informe a recomendar, insistentemente, que se efectúe una previsión inicial afinada, que se fije al déficit un límite compatible con el logro de los objetivos generales de política económica, límite que, tras la aprobación de los correspondientes presupuestos, no pueda ser superado y, por último, que se coordine mucho más es-

trechamente la actuación de las Administraciones Públicas para evitar las excesivas fluctuaciones del déficit de caja.

Para lograr una mejor financiación del mismo, son tres las principales recomendaciones. En primer lugar, deben eliminarse, por completo, los circuitos especiales que facilitan la apelación del Tesoro a los intermediarios financieros y al ahorrador último: de esa forma, aumentará la presión para rebajar el déficit. En segundo lugar, es necesario mejorar la gestión de la deuda a corto plazo, de suerte que no produzca interferencias en la aplicación de la política monetaria, lo que significa desarrollar y perfeccionar el mercado monetario. Por último, debe aumentar la proporción de deuda financiada a largo plazo aunque, para ello, deben emitirse instrumentos indicados que protejan al ahorrador final del efecto de la inflación.

(*) *The Italian Credit and Financial System*. Report by the Commission appointed by the Minister of the Treasury. Roma, junio 1983. Capítulo 6.

es muy posible que se acentuase la expulsión del sector privado de los mercados financieros: el amplio volumen de fondos absorbidos por los coeficientes comprimiría el crédito disponible para las empresas que no pudieran acogerse a circuito alguno. Esa expulsión, que significa también encarecimiento del crédito, produciría dos efectos importantes. De un lado, reduciría la capacidad expansiva de gran número de medianas y pequeñas empresas que constituyen parte muy importante del tejido productivo español y que han demostrado, hasta el momento, una notable capacidad de ajuste a las nuevas circunstancias impuestas por la crisis global. Por otro lado, haría aún más patente la incomodidad de la política monetaria que hemos denominado de baluarte y que constituye, hoy por hoy, el instrumento más eficaz de lucha contra la inflación, de salvaguarda del valor de la moneda: la escasez de crédito haría que muchos empresarios vieran en la política monetaria la raíz primera de sus dificultades. Todo lo cual daría pábulo a las múltiples voces que reclaman la aplicación de una política monetaria distinta, menos restrictiva, una política, en suma, de ampliación de topes monetarios. En las circunstancias actuales de la economía española todo hace suponer que un cambio de política monetaria se traduciría, sin retardos apreciables, en un aumento de la inflación y del desequilibrio de Balanza de Pagos, lo que obligaría a los responsables de la política económica a aplicar drásticas medidas de ajuste para evitar las graves consecuencias que, en nuestra economía, acarrea el aumento del desequilibrio exterior. La expulsión del sector privado podría, pues, desencadenar una serie de reac-

ciones que llevaran, en última instancia, a un tratamiento de choque en una economía más debilitada.

Hemos enumerado así los principales peligros que advertimos en el modelo de *administración enmarcada*, peligros que, en el fondo, no hacen sino poner de relieve la dificultad de hacer compatible un elevado déficit público con un sistema financiero que cumpla adecuadamente las cuatro funciones a las que aludíamos al principio de este trabajo, un sistema financiero que constituya un instrumento adecuado para resolver los problemas del presente y aventar las incertidumbres futuras.

NOTAS

(1) Sobre las características del sistema financiero norteamericano véase Robert Craig West: «The Depository Institutions Deregulation Act of 1980: A Historical Perspective». *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Kansas City, febrero 1982.

(2) *The Italian Credit and Financial System*, Informe redactado por los profesores Monti, Cesarini y Scognamiglio, y cuya versión inglesa ha sido publicada por Banca Nazionale del Lavoro. Roma, junio 1983. Capítulo 3.

(3) Para conocer los altibajos de la política monetaria española léase «Medidas de política monetaria adoptadas en el período 1975-1976», de José Manuel Olarra Jiménez. Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*. Serie A, n.º 5, 1976.