

# LA FINANCIACION DEL INI 1941-1986

En este trabajo de **Pablo Martín Aceña y Francisco Comín** se estudia la financiación del Instituto Nacional de Industria desde su fundación, en 1941, hasta el presente. Abordar esta cuestión implica dar respuesta a un conjunto de interrogantes: ¿cómo se ha financiado el INI?, ¿quién lo ha financiado?, ¿cuál es su estructura financiera?, ¿qué consecuencias han tenido las distintas fórmulas de financiación para el propio INI, para sus empresas y para la economía en su conjunto? En el presente ensayo se ofrece una breve historia de la financiación del Instituto y se pretende responder a las preguntas anteriores que, en todo caso, han servido para orientar la investigación de los autores (\*).

**O**TROS autores antes que nosotros han abordado el tema que aquí tratamos; los trabajos más importantes son, a nuestro entender, los de Cancho Neve (1969), Esteban Coca (1971), Martínez Gallur (1977) y Vela Sastre (1979). En todos ellos se presenta una excelente descripción de la estructura financiera del INI, se analizan las distintas fuentes de recursos y se plantean los problemas que han surgido a lo largo de su historia (1). Sus aportaciones han sido el punto de partida de este artículo, cuya justificación radica en que, de una parte, hemos alargado el período de estudio llevando la investigación hasta 1986 y, de otra, completamos el contenido de aquellos trabajos proporcionando una evaluación más analítica de la historia de la financiación del INI.

El artículo está organizado en cinco secciones. En la primera se hace referencia a la naturaleza financiera del INI; a continuación se presenta su esquema de financiación y se relacionan las distintas fuentes financieras empleadas hasta la fecha; en la sección

tercera, que es la más extensa, se estudia la estructura de financiación y los cambios que en ella se han ido registrando; en la cuarta se aborda la cuestión del coste de los recursos, y en la última se ofrecen unas breves conclusiones sobre la política de financiación del Instituto.

## I. INTRODUCCION

Hasta el presente año, el Instituto Nacional de Industria era un organismo autónomo de la Administración del Estado, dependiente del Ministerio de Industria y Energía, que se regía básicamente por su Ley Fundacional, de 25 de septiembre de 1941 (2). De acuerdo con esta disposición, el INI ha tenido encomendada desde su nacimiento la doble misión de «propulsar y financiar, en servicio de la nación, la creación y resurgimiento de nuestras industrias (...)», a través de la creación y participación en empresas.

De las funciones que realiza el INI para las sociedades que for-

man parte de su Grupo de empresas, cabe destacar dos: la gestión empresarial y la actuación como entidad financiera. Como gestor empresarial, el INI administra su cartera de participaciones accionarias y materializa la política industrial del gobierno. Para esto último, crea sus propias empresas y participa en otras junto a la iniciativa privada, interviniendo en su política productiva y gerencial. Esta función hace del INI un auténtico *holding industrial*, aunque la haya cumplido con distinta intensidad; cuando más esfuerzos dedicó a su labor empresarial fue durante las dos primeras décadas de su existencia, que pueden calificarse de formativas (3), y en los últimos años, al colocarse a la cabeza de la política de reconversión industrial.

Como entidad financiera, el INI ha de proporcionar financiación, directa o indirectamente, a sus empresas; es decir, es el encargado de obtener parte de los recursos necesarios para el funcionamiento de las sociedades de las que es accionista. El INI también es, por tanto, un *holding financiero*. Esta función la ha desarrollado con amplitud a lo largo de toda su historia y, en muchos casos, con más convicción que la primera. De hecho, sabemos que una de las razones que justificaron la creación del Instituto fue la supuesta falta de capacidad del sistema financiero para llevar adelante, y al ritmo deseado, los planes de industrialización propuestos por las autoridades franquistas al final de la guerra civil. En el mismo preámbulo de la ley de creación del INI se señalaba que:

«No existen (...) en nuestra nación, las entidades aptas para financiar estos grandes programas industriales, ya que las actuales sociedades de crédito, por su cons-

titución y especialización en el crédito a corto plazo, no son las indicadas para respaldar estos fines. Surge, pues, la necesidad de un organismo que, dotado de capacidad económica y personalidad jurídica, pueda dar forma y realización a los grandes programas de resurgimiento industrial de nuestra nación».

Según se desprende de esta declaración, el INI surgía con una clara vocación de intermediario financiero (4).

Obviamente, el supuesto de partida era la existencia de imperfecciones en el mercado de capitales. En teoría, los defectos podían obedecer a cuatro razones: 1) que el mercado penalizase la inversión a largo plazo porque sólo genera beneficios después de un dilatado período; 2) que el mercado discriminase en contra de los proyectos de inversión en empresas nuevas; 3) que el mercado castigase proyectos que incorporasen fuertes inversiones en inmovilizado y capital humano, y 4) que el mercado atendiese muy parcialmente inversiones que requirieran un elevado volumen de recursos. En resumen, cuando se produjera una clara diferencia entre la valoración pública y privada de los proyectos de inversión nuevos, el mercado fallaría como mecanismo normal para la financiación de dichos proyectos, surgiendo la necesidad de la intervención pública (5). En estos casos, la creación de un *holding* público de naturaleza financiera está justificada porque viene a suplir y corregir los defectos mencionados. Un *holding* financiero puede, además, traer ventajas adicionales: en primer lugar, una mayor eficiencia en la captación de recursos, en la medida en que se obtengan economías de escala derivadas de la existencia de costes fijos asociados a los distintos tipos de financiación; y, en

segundo lugar, la captación centralizada de fondos evita que las empresas públicas compitan entre sí en los mercados de capital, encareciendo la financiación para todo el colectivo. Aunque no es el momento de discutir si en 1941 se presentaban todas o algunas de las «imperfecciones» citadas, lo cierto es que los fundadores del INI estaban convencidos de que así era. En todo caso, sus opiniones surgían de una interpretación negativa de la historia financiera española y de una desconfianza en el sistema de libre concurrencia (6).

Como tendremos ocasión de comprobar, el INI ha actuado siempre como un verdadero *holding* financiero: en sus etapas formativa (década de 1940) y de despegue (década de 1950), canalizando recursos hacia proyectos industriales nuevos, que exigían fuertes inversiones pero ofrecían escasas perspectivas de rentabilidad a corto y medio plazo; en las décadas siguientes (1960 y 1970), el INI se comportó incluso más como banco industrial que como promotor de la industrialización; finalmente, en el decenio actual, su papel ha sido el de suministrar los recursos necesarios a su Grupo de empresas para hacer frente a las dificultades derivadas de la reconversión industrial. La prueba más evidente de la función del INI como *holding* financiero está en la composición de su balance. El activo lo constituyen, básicamente, las participaciones accionarias en empresas, y los créditos y préstamos a las mismas, y el pasivo está formado por los diversos fondos propios y ajenos que recibe y obtiene, y que invierte en financiar sus empresas.

## II. LAS FUENTES DE FINANCIACION DEL INI

Es preciso distinguir claramente entre el INI, *holding* financiero e industrial, y el Grupo de empresas. El primero es el organismo autónomo del Estado (hoy sociedad estatal) al que hacíamos referencia en la introducción, mientras que el Grupo de empresas está constituido por el conjunto de sociedades mercantiles que dependen directa o indirectamente del *holding*. Por tanto, no debe confundirse la financiación del INI con la de las compañías del INI, que si ciertamente se nutren del *holding*, también captan recursos de otras fuentes en competencia con las empresas del sector privado. Aquí nos ocupamos exclusivamente de la financiación del Instituto como *holding*.

Una segunda aclaración imprescindible es que el INI ha carecido de autonomía financiera, porque las decisiones sobre la financiación de sus actividades industriales no son tomadas de forma independiente por su Consejo de Administración, sino que son impuestas por el gobierno y el Ministerio de Hacienda, dentro del esquema general de financiación del sector público.

Las disposiciones básicas que regulan la financiación del INI son la Ley Fundacional, de 25 de septiembre de 1941 (con las modificaciones señaladas), y el Reglamento aprobado por Decreto de 22 de enero de 1942. En su articulado se establece que los medios financieros del Instituto habrían de proceder de las aportaciones del Tesoro, de los fondos derivados de sus utilidades anuales y la desmovilización de participaciones, de la concerta-

ción de créditos y empréstitos, y de la emisión de obligaciones en los mercados de capital. Por su parte, la modificación introducida por la Ley de Presupuestos de 1989 establece que los recursos del Instituto Nacional de Industria estarán integrados por: *a)* los productos y rentas de su patrimonio; *b)* los ingresos generales por el ejercicio de sus actividades; *c)* los procedentes de los créditos, préstamos y demás operaciones financieras que pueda concertar, y *d)* cualquier otro que le sea atribuido o que adquiera en el ejercicio legítimo de su actividad. Puesto que el INI, de acuerdo con la ley constitutiva, es propiedad total del Estado, que es el único accionista, la emisión de acciones no figura como posible recurso financiero. Así, en sus casi cincuenta años de existencia, la financiación del INI ha procedido de las siguientes fuentes:

*a) Fondos procedentes del Tesoro:*

- Cuota fundacional.
- Créditos con cargo a los Presupuestos del Estado.
- Deuda pública emitida para el Instituto.
- Fondos procedentes de la ayuda americana.
- Participaciones accionarias, factorías y utillaje transferidos por el Estado.

*b) Autofinanciación:*

- Reservas legales.
- Reservas por beneficios extraordinarios.
- Fondos procedentes de desmovilización de participaciones.
- Resultados acumulados.

*c) Financiación ajena:*

- Créditos nacionales.

CUADRO N.º 1

**PASIVO TOTAL DEL INI, RENTA NACIONAL Y FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**

	PASIVOS TOTALES (Millones de pesetas)		RENTA NACIONAL (Miles de millones de pesetas)	FORMACION DE CAPITAL (Pesetas de 1913)
	Pesetas corrientes	Pesetas constantes	(Pesetas de 1913)	(Pesetas de 1913)
1941	0,5	0,1	25,3	0,0
1942	270,9	72,2	25,3	3,9
1943	415,3	99,1	24,9	3,8
1944	853,4	189,3	24,3	3,5
1945	620,9	124,1	22,7	3,5
1946	867,9	144,6	24,3	3,5
1947	1.464,1	208,0	22,9	3,0
1948	2.012,3	266,8	22,8	3,8
1949	2.759,4	342,0	23,2	4,1
1950	3.779,7	396,9	24,2	4,0
1951	5.354,8	437,8	24,0	4,3
1952	7.410,3	600,8	25,6	4,3
1953	10.220,0	773,5	25,2	4,5
1954	13.334,4	1.004,2	28,0	5,3
1955	19.125,7	1.386,4	30,2	5,9
1956	24.839,1	1.649,7	31,7	6,7
1957	32.362,0	1.842,3	31,9	7,1
1958	39.376,0	2.040,6	33,5	7,6
1959	47.967,3	2.434,4	33,8	5,9
1960	56.242,6	2.792,4	34,0	5,9
1961	63.851,3	3.089,8	38,2	7,9
1962	69.505,4	3.205,1	42,2	9,8
1963	78.954,8	3.489,9	47,9	11,1
1964	88.402,4	3.798,7	52,4	12,1
1965	99.397,5	3.878,0	55,3	13,5
1966	109.614,3	4.169,0	62,2	15,3
1967	122.121,4	4.620,4	69,5	16,2
1968	137.645,6	5.090,8	76,1	17,8
1969	148.758,7	5.367,6	84,4	21,5
1970	167.045,8	5.930,1	92,5	22,3
1971	176.570,1	5.785,4	97,0	21,5
1972	191.553,9	5.797,6	105,2	24,6
1973	204.645,6	5.559,5	114,3	27,9
1974	236.063,5	5.541,4	121,3	33,6
1975	261.592,7	5.251,8	121,9	32,1
1976	294.926,1	5.151,5	127,0	31,5
1977	338.532,1	4.749,3	129,1	29,1
1978	399.611,5	4.680,9	131,8	26,7
1979	474.120,4	4.800,7	133,2	26,7
1980	549.534,9	4.815,8	133,3	28,2
1981	575.506,7	4.400,9	132,0	27,3
1982	699.667,6	4.676,9	132,1	26,3
1983	793.003,7	4.725,6	133,7	26,6
1984	796.282,5	4.264,8	133,4	25,7
1985	1.059.944,0	5.218,3	136,4	26,5
1986	1.038.664,0	4.702,1	144,4	29,7

Fuentes: Dirección de los Servicios Económicos y Financieros del INI, *Balances y Cuentas de Resultados del INI (1941-1974)*, *Memorias del INI, 1975-1986*, Bustelo y Tortella (1976), Uriel (1986), Schwartz (1977) y Banco de España (1987)

- Créditos exteriores.
- Emisión de obligaciones.

A continuación, analizamos la evolución histórica de la financiación del INI, prestando atención a cada una de las procedencias y examinando los cambios que se han registrado en la estructura de financiación entre 1941 y 1986.

### III. LA FINANCIACION DEL INI: EVOLUCION HISTORICA

En los cuadros incluidos en el *Anexo Estadístico* se reproduce la información contable empleada para estudiar la financiación del INI desde su creación, en 1941, hasta el 31 de diciembre de 1986. Los cuadros y gráficos que se insertan en el texto resumen dicha información y permiten seguir y distinguir con facilidad sus distintas etapas.

El cuadro n.º 1 recoge la evolución histórica del pasivo total del INI, en términos nominales y reales, entre 1941 y 1986. La serie en pesetas corrientes ha registrado un aumento continuo, pasando de los 0,5 millones en 1941 a los 1.038.664 millones en 1986, lo que significa un crecimiento medio anual acumulativo del 18,5 por 100 (7). En términos cons-

tantes, sin embargo, el incremento ha sido más moderado, pasando de los 97 millones de pasivo medio del período 1941-1945 a los 4.702 millones de 1986, arrojando un crecimiento anual del 10 por 100. Aun así, el aumento queda por encima del registrado durante esos mismos años por la renta real y por la formación bruta de capital fijo total (FBCF). El INI, pues, ha crecido, desde su fundación hasta el presente, a ritmo rápido, aunque más en términos nominales que en términos reales.

Su evolución ha sido muy distinta según los subperíodos que consideremos (véase cuadro número 2). En las dos primeras décadas, hasta 1961, que constituyen las fases de formación (1940) y de despegue (1950), el incremento se situó por encima del que registrarían las dos últimas; en pesetas constantes, frente a tasas de crecimiento del 23,4 y 21,6 por 100, respectivamente, para 1941-1945 y 1951-1961, se registran tasas del 6,5 por 100 para 1961-1971, y del -2,7 por 100 para 1971-1981. El crecimiento entre 1981 y 1986 ha sido positivo, aunque bajo, en torno al 1,3 por 100. Así, los años de máxima expansión, que coinciden naturalmente con los de máximo esfuerzo inversor, se concentran en la infancia del Ins-

tituto; el crecimiento rápido hasta 1960 se modera mucho en el decenio de los setenta, y puede afirmarse que, contemplada la cifra total del pasivo (y del activo) en términos reales, los últimos dos decenios han sido de auténtico estancamiento del *holding*.

El gráfico 1 muestra la participación de la financiación anual del INI (medida por los incrementos del pasivo total) en la renta nacional y en la formación bruta de capital de cada ejercicio. Durante los primeros diez años los porcentajes son bajos, aunque crecientes (con la excepción de 1945); obviamente, es en la década de los años cincuenta cuando la financiación (y la inversión) del INI alcanza mayores participaciones, tanto con respecto a la renta nacional como a la formación bruta de capital; por lo que se refiere a ésta última, el porcentaje pasa del 1,6 para 1941-1949 al 5,0 para 1950-1959. A partir de 1960, la financiación del INI, como porcentaje de la inversión total en capital fijo, disminuye al 3,5 para 1960-1969; en la década siguiente vuelve a reducirse, situándose en torno al 2,1 por 100; finalmente, entre 1981 y 1986 ha ocurrido un nuevo descenso, que ha situado la participación de la financiación anual del INI en la FBCF en cotas similares a las existentes al co-

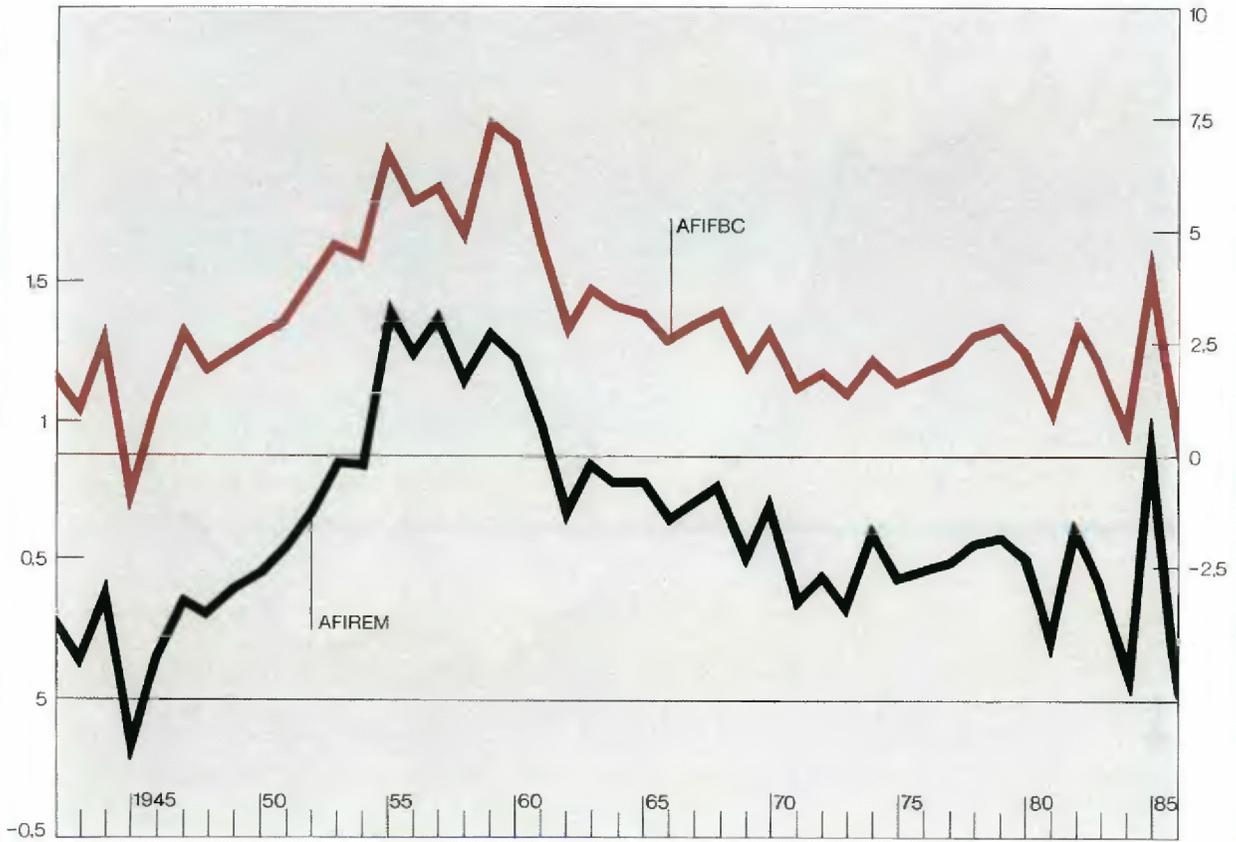
CUADRO N.º 2

#### TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS PASIVOS DEL INI, DE LA RENTA NACIONAL Y DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO

	1945-1951	1951-1961	1961-1971	1971-1981	1981-1986
Pasivos totales en pesetas corrientes .....	43,2	28,1	10,7	12,5	12,5
Pasivos totales en pesetas constantes .....	23,4	21,6	6,5	-2,7	1,3
Renta nacional en pesetas corrientes .....	0,93	4,7	9,8	3,1	1,8
FBCF en pesetas constantes .....	3,36	6,3	10,6	2,4	1,7

Fuente: Cuadro n.º 1.

**GRAFICO 1  
PORCENTAJES DEL AUMENTO ANUAL DEL PASIVO DEL INI EN LA RENTA NACIONAL (AFIREM) Y EN LA FBC DE LA ECONOMIA (AFIFBC)**



mienzo de sus actividades. Los máximos anuales con respecto a la renta nacional se registraron en 1955 y 1957, cuando el pasivo del INI representó el 1,3 por 100, y con respecto a la FBCF en 1959 y 1960, cuando dicho porcentaje alcanzó el 7,0.

Para obtener una idea aproximada del tamaño del INI en la economía nacional, hemos comparado su pasivo (activo) total con la renta nacional en varios años, y el resultado se ofrece en el cuadro n.º 3. La dimensión del

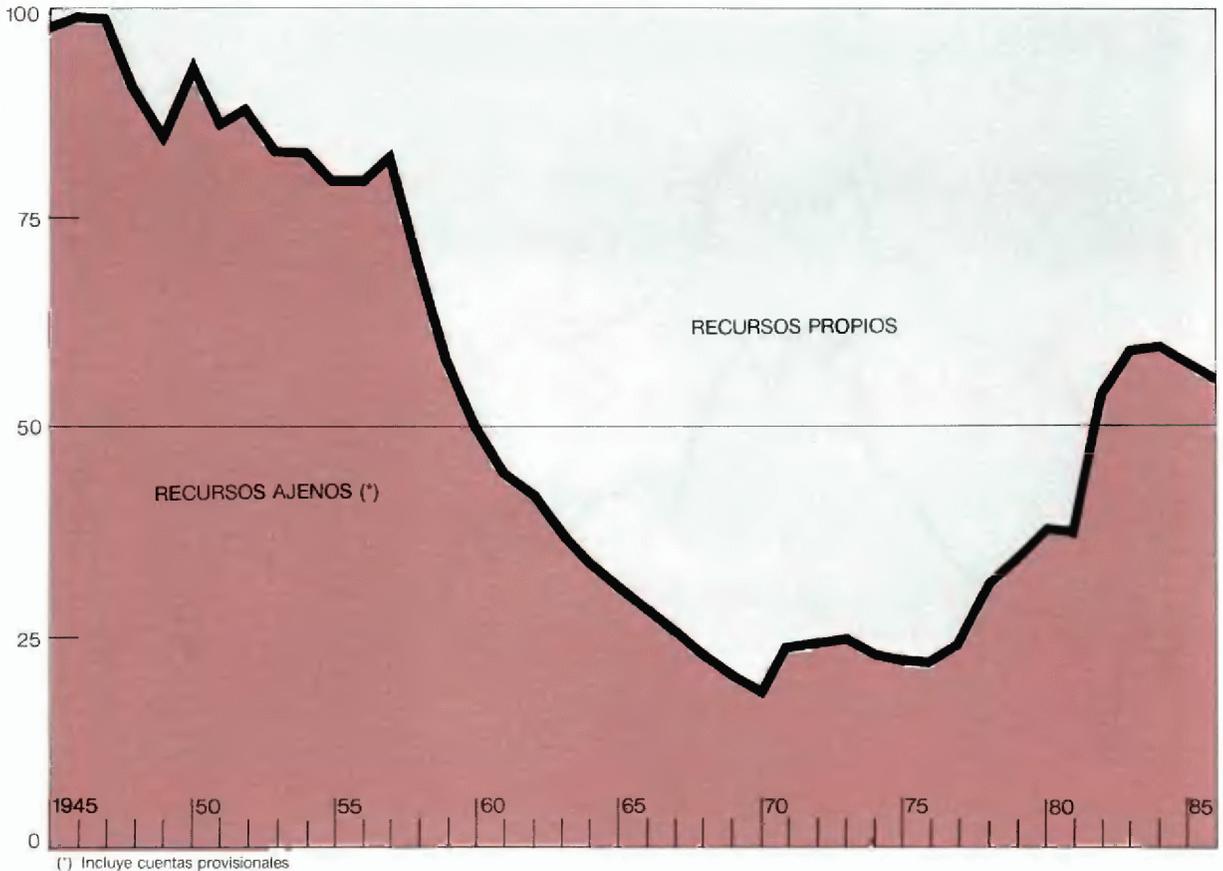
CUADRO N.º 3

**EL INI Y LA RENTA NACIONAL  
(Millones de pesetas corrientes)**

	<i>Pasivos totales del INI</i>	<i>Renta nacional</i>	<i>(1/2) × 100</i>
1942 .....	271	94.937	0,3
1950 .....	3.780	230.900	1,6
1960 .....	56.243	685.000	8,2
1970 .....	167.046	2.606.300	6,4
1980 .....	549.535	15.214.500	3,6
1986 .....	1.038.664	31.887.200	3,3

Fuentes: Las mismas del cuadro n.º 1.

**GRAFICO 2**  
**PORCENTAJES DE LOS RECURSOS**  
**PROPIOS Y AJENOS EN PASIVOS TOTALES**



Instituto como *holding* comenzó siendo reducida, pero aumentó durante la década de 1950, hasta llegar a un máximo en 1960, cuando el tamaño del INI representaba un porcentaje significativo de la renta nacional. Después, el INI ha ido reduciendo su peso hasta el 3,3 por 100 de 1986, lo que sugiere que su dimensión es hoy menos de la mitad de lo que fue en sus años de máximo desarrollo (8).

### 1. La estructura de financiación del INI

El gráfico 2, que muestra los porcentajes de los recursos propios y ajenos en el pasivo total del INI, permite distinguir cuatro periodos distintos en la historia de la financiación del Instituto: 1) 1941-1957; 2) 1958-1970; 3) 1971-1977, y 4) 1978-1986 (9). Por su parte, los cuadros n.º 4 y 5 proporcionan, en porcentajes, la composición del pasivo.

1) *Período 1941-1957.* Duran-

te esta primera fase predomina la financiación con recursos propios, que suponen más del 80 por 100 del pasivo total; la mayor porción corresponde a las aportaciones del Estado, que incluyen la cuota fundacional, los créditos a cargo de los Presupuestos del Estado, la deuda pública emitida para el Instituto y diversas transferencias en especie correspondientes a participaciones accionarias, facturas y utillaje. La cuota fundacional constituyó la dotación patrimonial inicial realizada por el Tesoro, que ascendió a 50

CUADRO N.º 4

**ESTRUCTURA FINANCIERA DEL INI**  
**I. RECURSOS PROPIOS**  
 (Porcentajes en los pasivos totales)

	Fondos propios	Aportaciones del Estado	Reservas	Resultados
1941	100,0	100,0		
1942	32,4	32,4		0,0
1943	62,3	62,8		-0,5
1944	42,2	42,7		-0,5
1945	98,4	98,1		0,3
1946	99,4	98,4	0,1	0,9
1947	99,2	98,3	0,3	0,6
1948	89,5	88,3	0,8	0,5
1949	83,2	80,5	2,2	0,5
1950	94,0	91,3	2,2	0,5
1951	85,8	83,1	1,9	0,8
1952	88,0	85,8	1,5	0,7
1953	82,7	80,7	1,2	0,7
1954	82,6	80,6	1,3	0,8
1955	79,1	76,9	1,4	0,7
1956	79,3	77,2	1,3	0,7
1957	82,4	79,8	2,0	0,7
1958	69,2	65,5	3,1	0,6
1959	57,5	53,8	3,1	0,6
1960	49,5	45,9	3,1	0,6
1961	44,2	40,4	3,3	0,5
1962	41,4	37,1	3,7	0,5
1963	36,9	32,7	3,8	0,4
1964	33,6	29,2	4,0	0,4
1965	30,7	26,0	4,4	0,4
1966	27,9	23,5	4,0	0,3
1967	25,4	21,1	4,0	0,3
1968	22,6	18,7	3,8	0,1
1969	20,4	17,5	2,8	0,1
1970	18,2	15,6	2,5	0,1
1971	24,3	21,0	3,1	0,1
1972	24,6	21,0	3,5	0,1
1973	25,0	21,2	3,6	0,3
1974	23,3	19,7	3,4	0,2
1975	22,6	19,0	3,4	0,2
1976	22,5	18,5	3,8	0,2
1977	24,5	19,5	4,9	0,1
1978	31,4	18,8	8,4	0,1
1979	34,2	22,2	7,6	0,1
1980	37,5	27,3	7,7	0,1
1981	37,3	28,5	6,4	0,1
1982	54,5	41,3	5,1	0,1
1983	59,7	45,5	4,4	0,1
1984	59,9	55,4	3,1	0,1
1985	58,1	52,5	2,5	0,1
1986	56,0	53,5	2,1	0,1

Fuentes: Anexo I.

millones de pesetas; los créditos presupuestarios se utilizaron hasta 1947, aumentando de 35 millones en 1942 a 925 millones,

quedando estabilizados en esta última cifra hasta 1972; de 1947 a 1957 el mecanismo de financiación fue la deuda pública fi-

nalista, que pasó de 392 millones a 24.129 millones de pesetas; éste terminó siendo, de hecho, el principal medio empleado en este período, ya que en 1957 representaba el 90,5 por 100 del total de los recursos propios (10). Dentro de este mismo epígrafe de los recursos propios, la participación correspondiente a la autofinanciación (suma de reservas y resultados) no pasó del 3 por 100, aumentando de 1,6 millones de pesetas en 1945 a 857,4 millones en 1957.

En cuanto a los fondos ajenos, siempre fueron en estos años iniciales una pequeña parte de la financiación total, aunque incrementaron progresivamente su importancia, pasando de 3,9 millones en 1946 a 4.891 millones de pesetas en 1957; esto es, de representar un 6,2 por 100 del pasivo total en el quinquenio 1946-1950 llegaron a un 17 por 100 en el trienio 1955-1957. Por lo demás, los fondos ajenos estaban constituidos en su casi totalidad por créditos del Banco de España garantizados por la cartera del INI.

2) *Período 1958-1970.* A finales de 1957 se acordó que el Instituto se procurara su propia financiación, sustituyéndose el sistema de aportaciones del Estado por recursos obtenidos directamente del mercado. El resultado de esta decisión fue un cambio drástico en su estructura financiera, invirtiéndose la relación existente hasta entonces entre recursos propios y ajenos: mientras los primeros cayeron del 82 por 100 del pasivo total en 1957 al 18 por 100 en 1970, los segundos incrementaron su participación en proporción inversa. El cambio se inició en 1958, cuando cesaron las aportaciones del Estado y el INI recibió un crédito del Banco de España con

CUADRO N.º 5

**ESTRUCTURA FINANCIERA DEL INI**  
**II. RECURSOS AJENOS**  
 (En porcentajes sobre el pasivo total)

	Fondos ajenos	Exigible a medio y largo plazo	Obligaciones en circulación	Créditos nacionales	Créditos exteriores	Exigible corriente
1942	67,6	67,6				
1943	37,7	37,7				
1944	57,2	57,2				
1945	0,8	0,8				
1946	0,4	0,4				0,0
1947	0,2	0,2				0,0
1948	9,5	9,4		9,4		0,0
1949	15,6	15,6		15,6		0,0
1950	5,5	4,3		4,3		1,2
1951	13,5	11,6		11,6		1,9
1952	11,3	8,6		8,6		2,7
1953	16,6	15,6		15,6		1,1
1954	17,1	16,2		16,2		0,9
1955	17,2	16,5		16,5		0,6
1956	17,4	16,8		16,8		0,6
1957	15,1	14,4		14,4		0,7
1958	30,1	27,7		27,7		2,4
1959	41,7	38,9	8,4	30,5		2,8
1960	49,2	47,3	22,4	24,9		1,9
1961	54,9	52,3	34,8	17,5		2,6
1962	57,7	54,5	38,4	16,1		3,3
1963	62,1	58,8	44,7	14,1		3,3
1964	65,7	61,9	49,3	12,6		3,8
1965	68,7	63,9	52,6	11,2		4,8
1966	71,4	66,7	55,9	10,2	0,5	4,7
1967	74,0	68,6	57,1	9,1	2,3	5,4
1968	75,8	73,7	57,7	9,6	6,4	2,1
1969	78,3	76,3	61,3	8,9	6,1	2,0
1970	80,2	79,0	61,6	9,9	7,5	1,2
1971	74,5	73,0	62,2	3,8	7,0	1,4
1972	74,4	73,7	66,0	3,1	4,6	0,7
1973	73,8	72,0	66,7	2,1	3,2	1,8
1974	75,5	74,2	62,9	1,7	9,6	1,3
1975	76,4	75,8	62,0	0,9	12,9	0,6
1976	75,6	75,4	59,3	0,8	15,3	0,3
1977	73,9	73,5	57,0	0,6	15,9	0,4
1978	67,0	66,3	53,2	0,5	12,6	0,7
1979	62,8	60,7	49,2	2,6	9,0	2,0
1980	57,9	55,9	46,1	2,1	7,7	2,0
1981	59,7	58,0	48,0	1,9	8,1	1,7
1982	43,8	42,2	28,3	7,4	6,5	1,5
1983	36,8	35,7	22,9	3,7	9,1	1,0
1984	38,2	37,1	24,2	6,4	6,5	1,1
1985	40,9	36,5	17,6	17,5	1,4	4,4
1986	42,1	38,2	16,7	21,3	0,2	3,9

Fuentes: Anexo I.

carácter provisional y transitorio; al año siguiente comenzaron las emisiones de obligaciones canjeables por acciones de empresas

dependientes. Estas pasaron de 4.037 millones de pesetas en 1959 a 102.922 en 1970, lo que significó que se multiplicasen por 25,

convirtiéndose en la principal fuente de financiación del período: el 22,4 por 100 en 1960 y el 61,6 por 100 en 1970 (11). Más

adelante, en 1966, comenzó el recurso a los créditos exteriores, abriéndose así una nueva vía de captación de fondos; estos créditos aumentaron rápidamente hasta 1970, pasando de 602 millones de pesetas en el primer año mencionado a 12.498 en 1970, multiplicándose en estos cuatro años por 21.

Por su parte, los créditos interiores aumentaron de 4.662 millones de pesetas en 1957 a 16.472 en 1970, aunque su evolución no fue regular: se incrementan en 1958 y 1959, disminuyen en 1961 y vuelven a aumentar en 1968 y 1970. En resumen, se multiplicaron por 3,5 entre el principio y el final de este período, lo que refleja un aumento muy inferior al registrado por los otros dos canales de financiación ajena.

En cuanto a las aportaciones del Estado, comprobamos que se mantuvieron estancadas durante todo el período, en torno a los 26.000 millones de pesetas. Las cuentas de autofinanciación crecieron, en particular la de reservas, pero su participación en la financiación total no pasó del 4 por 100.

3) *Período 1971-1977.* Durante estos años se volvió a la financiación mediante transferencias del Tesoro. En primer lugar, el Estado se subrogó los créditos pendientes del Instituto con el Banco de España (y su importe se englobó en los fondos patrimoniales) y, en segundo lugar, comenzó a subvencionar directamente las pérdidas de explotación de algunas empresas (HUNOSA, Bazán). Al mismo tiempo, se empezó a emitir obligaciones no canjeables del propio INI, en el interior y en el exterior, pero a las condiciones de mercado, para que fuesen suficientemente atractivas para los suscriptores (12).

La participación de los fondos propios en el pasivo total aumentó de nuevo del 18,2 por 100 en 1970 al 24,5 por 100 en 1977; en particular, el porcentaje de las aportaciones del Estado se incrementó en casi cuatro puntos entre esas fechas. Por el contrario, la aportación de los fondos ajenos apenas se modificó y, dentro de éstos, disminuyeron en importancia las obligaciones y los créditos interiores; sólo la financiación con recurso al crédito exterior vio aumentar su participación en el total hasta el 16 por 100. En conjunto, la financiación propia pasó de 30.391 millones de pesetas a 83.011 millones, y los capitales ajenos de 133.959 millones a 250.236 millones de pesetas.

4) *Período 1978-1986.* En este período se prolongan las tendencias del anterior: los recursos propios crecen del 31,4 por 100 al 56,0 por 100 del pasivo total, debido, sobre todo, al aumento de las transferencias del Estado para ampliaciones de capital y ayudas a las empresas en crisis y reconversión. Los fondos ajenos reducen su importancia hasta el 42 por 100 del total de la financiación en 1986. Lo último es resultado de una disminución en el volumen de obligaciones en circulación y de los créditos exteriores; en estos años, la única fuente de financiación ajena que aumenta son los créditos interiores. En definitiva, y por lo que se refiere a la relación global entre fondos propios y ajenos, se retorna a las pautas de financiación del primer período.

En resumidas cuentas, la financiación del INI ha variado de un período a otro, motivando, naturalmente, continuos cambios en su estructura financiera. A continuación examinamos esa estructura en detalle, centrandó nuestra

atención, en primer lugar, en la composición del pasivo entre recursos propios y ajenos, dedicando la sección siguiente al análisis de la correspondencia entre financiación e inversiones. En ambos casos empleamos un conjunto de *ratios* habituales en el análisis económico-financiero de la empresa.

## 2. El coeficiente de endeudamiento

Quizá el indicador más significativo del análisis económico-financiero sea el *ratio* o coeficiente de endeudamiento, que se define por el cociente entre recursos propios y recursos ajenos. Como se advierte en el cuadro número 6, el coeficiente se situó siempre por encima de la unidad hasta 1960, aunque con una clara tendencia decreciente desde valores muy altos en los primeros años (predominio absoluto de la financiación propia) hasta una igualdad total entre capital propio y capital ajeno. De 1961 a 1981 el *ratio* es menor que uno, lo que nos indica una mayor importancia de la deuda sobre el patrimonio propio, especialmente entre 1963 y 1977. De 1982 a 1986 el coeficiente vuelve a situarse por encima de la unidad, permaneciendo estable en torno a un 1,4, lo que indica que se ha corregido el fuerte endeudamiento del período anterior. Del total de los 45 ejercicios analizados, en 21 predomina la deuda sobre el patrimonio, y en 24 ocurre lo contrario.

También interesa conocer la estructura del endeudamiento (por plazos y acreedores) y la composición del capital propio. Por lo que se refiere a esto último, el denominado coeficiente de autofinanciación, que mide la partici-

CUADRO N.º 6

## COEFICIENTES DE ENDEUDAMIENTO DEL INI

	<i>Fondos propios</i> <i>Fondos ajenos</i>	<i>Porcentaje</i> <i>autofinanciación en</i> <i>recursos propios</i>	<i>Porcentaje</i> <i>créditos en</i> <i>fondos ajenos</i>	<i>Obligaciones</i> <i>Créditos</i>	<i>Exigible a largo plazo</i> <i>Exigible corriente</i>
1942	0,5				
1943	1,7				
1944	0,7				
1945	129,9				
1946	221,2	1,0			12,0
1947	518,6	0,9			8,3
1948	9,5	1,4	99,8		475,0
1949	5,3	3,2	99,9		1.075,5
1950	17,1	2,9	77,9		3,5
1951	6,4	3,2	86,0		6,1
1952	7,8	2,5	76,1		3,2
1953	5,0	2,4	93,6		14,7
1954	4,8	2,5	95,0		19,1
1955	4,6	2,7	96,3		26,1
1956	4,6	2,6	96,3		25,9
1957	5,5	3,2	95,3		20,4
1958	2,3	5,2	92,0		11,5
1959	1,4	6,4	73,1	0,3	14,0
1960	1,0	7,4	50,7	0,9	24,5
1961	0,8	8,6	31,8	2,0	19,9
1962	0,7	10,2	27,8	2,4	16,7
1963	0,6	11,4	22,8	3,2	18,1
1964	0,5	13,0	19,2	3,9	16,2
1965	0,4	15,4	16,4	4,7	13,3
1966	0,4	15,5	15,0	5,2	14,1
1967	0,3	16,8	15,5	5,0	12,7
1968	0,3	17,2	21,1	3,6	35,8
1969	0,3	14,2	19,1	4,1	37,3
1970	0,2	14,3	21,6	3,6	63,8
1971	0,3	13,4	14,5	5,8	51,3
1972	0,3	14,7	10,3	8,6	98,6
1973	0,3	15,2	7,2	12,6	40,1
1974	0,3	15,5	15,0	5,6	58,9
1975	0,3	15,7	18,0	4,5	128,0
1976	0,3	17,5	21,3	3,7	279,0
1977	0,3	20,5	22,3	3,5	178,3
1978	0,5	27,3	19,5	4,1	92,6
1979	0,5	22,5	18,4	4,3	30,2
1980	0,6	20,7	16,9	4,7	28,4
1981	0,6	17,4	16,8	4,8	34,8
1982	1,2	9,4	31,8	2,0	27,7
1983	1,6	7,5	34,9	1,8	34,5
1984	1,6	5,2	33,8	1,9	32,6
1985	1,4	4,3	46,3	0,9	8,3
1986	1,3	3,8	51,0	0,8	9,8

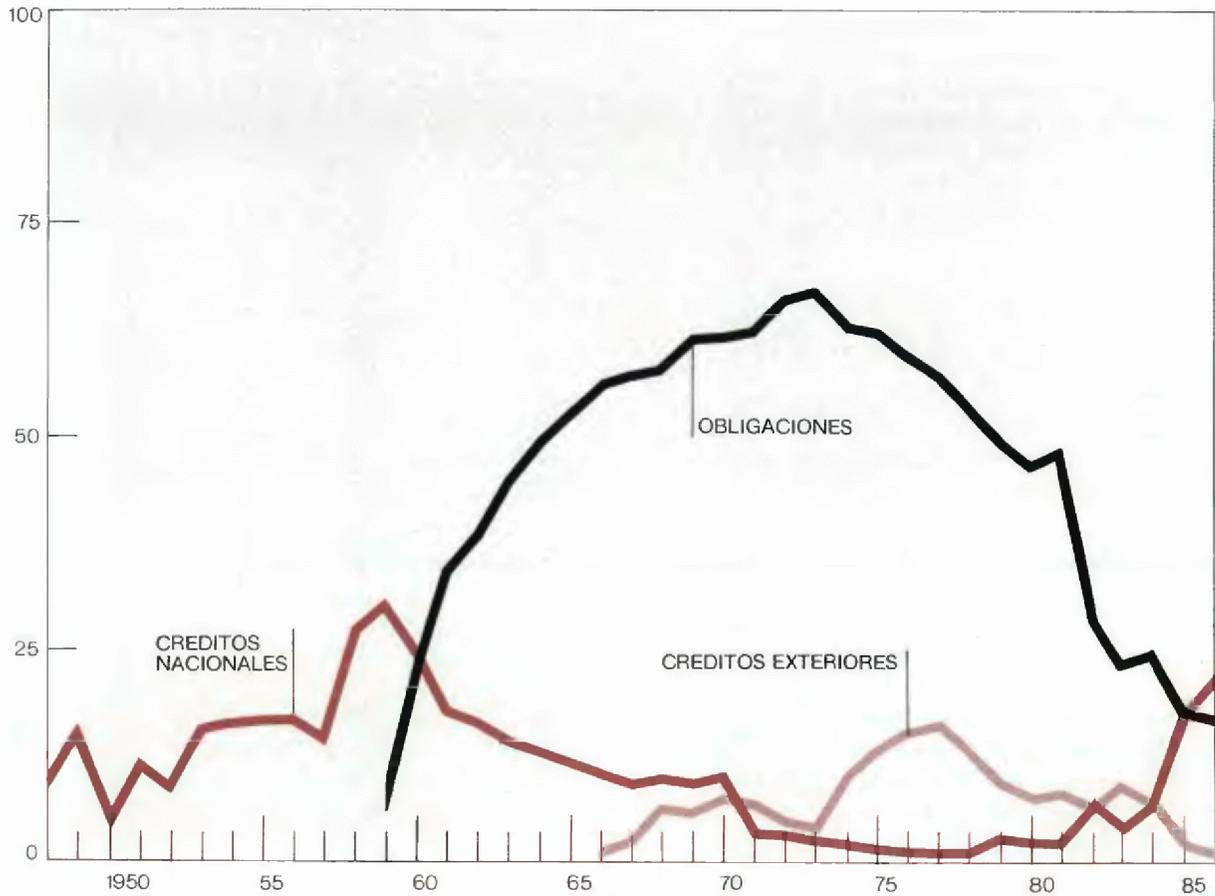
Fuentes: Anexo I.

pación de reservas y resultados en el total de fondos propios, refleja que hasta principios de la década de 1960 el nivel de autofinanciación es muy bajo, porque

los resultados del *holding* son exiguos y porque se practica una política minimalista en la constitución de reservas. De 1960 a 1980 la autofinanciación aumenta

hasta representar más del 20 por 100 del capital propio en 1977-1980, como consecuencia de un notable incremento en las reservas por beneficios extraordinarios.

**GRAFICO 3**  
**PORCENTAJE DE LAS OBLIGACIONES, CREDITOS INTERIORES**  
**Y CREDITOS EXTERIORES EN EL PASIVO TOTAL DEL INI**



rios, que pasan de 6.115 millones de pesetas en 1976 a 36.859 en 1980. En los últimos años, el coeficiente de autofinanciación ha vuelto a caer a valores próximos a los registrados en el decenio de 1950. El declive ha ocurrido, precisamente, por la desaparición de las reservas por beneficios extraordinarios; fenómeno que no ha podido ser compensado por el crecimiento de las reservas por desmovilización de participaciones, que han progresado de 2.284 millones de pesetas en 1982 a 18.830 millones en 1986.

Para examinar la estructura de plazos del endeudamiento del INI, fijémonos primero en el gráfico 3, que muestra la trayectoria de la participación de las tres fuentes principales de financiación ajena en el pasivo total. Se advierte el predominio de la financiación mediante obligaciones, aunque a partir de 1972 disminuye su cuota porcentual; asimismo, se aprecia una correlación inversa entre financiación con obligaciones y con créditos nacionales, y también entre estos últimos y los créditos exteriores.

Se produjo, por tanto, sustituibilidad, más que complementariedad, entre las fuentes de financiación ajena; el INI ha tendido a utilizar con mayor intensidad uno u otro medio, más que a su empleo simultáneo.

El coeficiente de financiación bancaria muestra que hasta 1958 prácticamente todos los fondos ajenos procedían del sistema crediticio; esta alta tasa de financiación bancaria se reduce drásticamente en la década siguiente, cuando el INI busca recursos en

el mercado de capitales; a partir de 1974 el coeficiente vuelve a elevarse, aunque sin alcanzar los valores de los años cincuenta; no obstante, en 1984 y 1985, con tasas del 46,3 y 50,0, el sistema crediticio vuelve a ser un acreedor importante del *holding*. El otro coeficiente calculado mide la relación entre financiación por obligaciones y por créditos, y su evolución es, lógicamente, inversa a la registrada por el *ratio* de financiación bancaria.

Por su parte, el último coeficiente del cuadro n.º 6 nos proporciona la relación entre la deuda a largo y a corto plazo, y muestra claramente que, como cabía esperar, los fondos con vencimiento medio y largo han llevado el peso de la financiación ajena; aunque se constata la existencia de fuertes oscilaciones, el valor del coeficiente queda siempre muy por encima de la unidad.

Finalmente, hemos indagado si existía alguna asociación, positiva o negativa, entre el volumen total del endeudamiento y su estructura. En teoría, cabe suponer que a mayores volúmenes de endeudamiento los riesgos son superiores y, consecuentemente, la obtención de fondos a largo plazo ofrece mayores dificultades. Los resultados de la correlación simple nos sugieren que esto no fue así; el valor y el signo del coeficiente de correlación sugieren una escasa asociación entre ambas variables; esto es, el endeudamiento del INI no tuvo consecuencias sobre la composición de los plazos de la deuda, siendo otros factores los que condicionaron su trayectoria.

CUADRO N.º 7

**COEFICIENTE DE COBERTURA DEL INMOVILIZADO**

	Porcentaje del inmovilizado en la financiación permanente	Porcentaje inversiones directas en fondos propios	Créditos a empresas dependientes Fondos ajenos
1942 .....			1,1
1943 .....			0,9
1944 .....			1,0
1945 .....			8,1
1946 .....	96,3	92,2	9,9
1947 .....	94,9	87,1	41,1
1948 .....	98,4	88,6	1,9
1949 .....	99,0	94,6	1,2
1950 .....	99,5	86,7	3,0
1951 .....	95,3	100,6	0,5
1952 .....	94,5	98,1	0,4
1953 .....	91,7	95,5	0,7
1954 .....	99,1	92,7	1,3
1955 .....	102,7	88,1	1,7
1956 .....	103,3	113,3	0,5
1957 .....	102,4	99,4	1,1
1958 .....	102,2	125,3	0,4
1959 .....	101,1	129,1	0,6
1960 .....	99,5	135,7	0,6
1961 .....	100,2	142,4	0,6
1962 .....	103,2	148,6	0,6
1963 .....	103,0	152,7	0,7
1964 .....	103,6	161,0	0,7
1965 .....	104,9	181,3	0,6
1966 .....	104,6	190,2	0,6
1967 .....	105,2	193,3	0,7
1968 .....	102,7	200,1	0,7
1969 .....	100,4	211,4	0,7
1970 .....	98,7	237,2	0,7
1971 .....	98,2	177,6	0,7
1972 .....	96,6	183,2	0,7
1973 .....	99,1	174,2	0,7
1974 .....	99,2	171,6	0,8
1975 .....	98,6	170,8	0,8
1976 .....	97,2	161,7	0,8
1977 .....	97,4	143,9	0,8
1978 .....	97,0	128,9	0,8
1979 .....	99,8	124,8	0,8
1980 .....	99,1	120,2	0,8
1981 .....	93,5	121,0	0,7
1982 .....	94,6	99,0	0,9
1983 .....	91,7	86,1	1,0
1984 .....	89,8	100,5	0,7
1985 .....	95,8	126,1	0,4
1986 .....	99,1	127,4	0,5

Fuentes: Las mismas del Anexo I.

**3. La cobertura del inmovilizado**

La teoría convencional mantiene que debe existir una ade-

cuación entre la estructura de activos y la de financiación; se afirma que un estado de financiación equilibrado se caracteriza porque el inmovilizado está cubierto por recursos permanentes.

En el caso del INI, deberíamos encontrar una situación en la que el total de sus inversiones (participaciones accionarias, y créditos y préstamos a empresas) se financiase con capitales permanentes.

En este apartado, hemos calculado tres tipos de coeficientes de cobertura, reproducidos en el cuadro n.º 7. El primero mide el porcentaje del inmovilizado financiado con fondos permanentes (recursos propios más deuda a medio y largo plazo); el segundo proporciona la relación entre las inversiones directas (participaciones accionarias) y los fondos propios; y el tercero muestra la relación entre los créditos a empresas dependientes y los fondos ajenos.

Puede comprobarse que el INI ha practicado una política ortodoxa en lo que se refiere a la cobertura de su inmovilizado; el *ratio* correspondiente ofrece valores por debajo o iguales a 100 en todos los años, excepto en doce, pero incluso en estos casos la desviación es mínima; así pues, el INI ha financiado sus inversiones totales con capitales permanentes. No obstante, la ortodoxia financiera desaparece si nos fijamos en el coeficiente de cobertura de las inversiones directas (básicamente, participaciones accionarias); aquí se advierte, sobre todo a partir de 1956, una notable desproporción entre este epígrafe y los fondos propios. Durante un largo período, el INI estuvo adquiriendo participaciones de sus empresas financiándolas con deuda; en particular entre 1960 y 1977, los capitales propios apenas llegaban a cubrir la mitad de las inversiones directas. Este estado comenzó a corregirse en 1971, aunque lentamente, y hay que esperar a 1982-1983 para encontrarnos valores del coeficiente

por debajo de 100 (situación similar a la del período anterior a 1956); en todo caso, en 1984, 1985 y 1986 se aprecia un nuevo movimiento de alejamiento de esa norma elemental de ortodoxia financiera. Por último, el *ratio* entre créditos y préstamos a empresas y fondos ajenos señala claramente cómo, excepto en los primeros años, los capitales ajenos han excedido las necesidades de inversión en forma de créditos y préstamos a empresas dependientes, a pesar de que esta partida ha aumentado de forma continua y notable. En conclusión, situación equilibrada por lo que se refiere a la cobertura del inmovilizado total, pero desproporción entre inversiones directas y fondos propios.

#### IV. EL COSTE DE LA FINANCIACION DEL INI

El coste de la financiación del INI, y su comparación con la rentabilidad financiera de sus inversiones, se puede estudiar con la información que proporciona la cuenta de resultados. Los ingresos reflejan los rendimientos de los activos del balance y los gastos representan los costes del pasivo. Los ingresos proceden de la renta de las participaciones accionarias (dividendos en efectivo y acciones liberadas), de los intereses de los créditos y préstamos que concede a las empresas de su Grupo, y de las comisiones por avales que otorga a esas mismas empresas. Entre los gastos cabe distinguir: los financieros, que son los más importantes, y los de administración y generales; los primeros reflejan los pagos de intereses y amortización de los préstamos y créditos negociados, y de las obligaciones

en circulación. Las series de los distintos ingresos y gastos se reproducen en el *Anexo Estadístico II*.

Como puede comprobarse, durante las primeras dos décadas los ingresos por dividendos representaban más del 50 por 100 del total de los productos financieros: su importancia disminuyó apreciablemente en los siguientes decenios, hasta el punto de que en 1977-1978 significaban menos del 10 por 100; entre 1980 y 1986 ha ocurrido una recuperación en la remuneración de las acciones gracias a un aumento de las «acciones liberadas», que sitúa de nuevo el porcentaje por encima del 50 por 100. Lógicamente, la evolución de esta partida ha ido reflejando en todo momento los cambios en la estructura de los activos del INI (disminución de sus participaciones accionarias en empresas y caída de la rentabilidad de éstas). Los ingresos por intereses han seguido una evolución contraria: inicialmente sólo aportaban entre el 10 y el 12 por 100 de los ingresos totales; a partir de 1959 se elevó este porcentaje, situándose por encima del 50 por 100 y convirtiéndose en la principal fuente de ingresos hasta 1984; en los últimos dos años, 1985-1986, su relevancia ha descendido, iniciándose una tendencia de retorno a la estructura de los primeros años.

Por lo que se refiere a los gastos, los más importantes son los de naturaleza financiera (pagos de intereses y amortización de préstamos, créditos y obligaciones), que de 1949 a 1959 representaron entre un 40 y un 80 por 100 del total, y de este último año en adelante, significaron una participación muy superior, en torno al 90 por 100. La cobertura total desde el Presupuesto del Estado

CUADRO N.º 8

## COSTE FINANCIERO DEL INI

	Porcentaje de los gastos financieros en la financiación permanente	Porcentaje gastos financieros		Coste de los créditos	Coste de las obligaciones
		en los fondos ajenos	en el exigible a largo plazo		
1942					
1943	0,0	0,0	0,0		
1944	0,0	0,0	0,0		
1945	0,0	0,0	0,0		
1946	0,0	2,6	2,8		
1947	0,0	0,0	0,0		
1948	0,2	1,8	1,8	1,8	
1949	0,3	2,0	2,0	2,0	
1950	0,3	4,8	6,2	6,2	
1951	0,3	2,4	2,8	2,8	
1952	0,3	2,4	3,2	3,2	
1953	0,2	1,4	1,5	1,5	
1954	0,3	2,0	2,1	2,1	
1955	0,5	3,0	3,1	3,1	
1956	0,6	3,4	3,5	3,5	
1957	0,6	3,8	4,0	4,0	
1958	0,9	2,9	3,1	3,1	
1959	1,5	3,5	3,7	4,1	
1960	2,1	4,1	4,3	5,1	2,5
1961	2,4	4,1	4,3	4,6	3,4
1962	2,8	4,6	4,9	4,7	4,2
1963	3,0	4,6	4,8	4,9	5,0
1964	3,2	4,6	4,9	5,2	4,8
1965	3,3	4,6	4,9	4,9	4,8
1966	3,4	4,6	4,9	4,8	4,9
1967	3,5	4,5	4,8	4,2	4,9
1968	3,4	4,4	4,5	3,0	5,0
1969	3,8	4,7	4,8	4,1	4,9
1970	4,0	4,9	5,0	4,9	5,0
1971	4,2	5,5	5,6	6,8	5,0
1972	4,1	5,4	5,4	8,4	5,4
1973	4,3	5,7	5,9	11,9	5,1
1974	4,4	5,7	5,8	7,9	5,4
1975	4,5	5,8	5,8	7,6	5,4
1976	4,7	6,1	6,1	8,2	5,4
1977	4,6	6,1	6,1	8,0	5,6
1978	4,6	6,7	6,7	9,7	5,6
1979	4,7	7,1	7,3	10,1	6,0
1980	5,2	8,4	8,7	14,8	6,7
1981	5,7	9,1	9,4	17,4	7,4
1982	4,2	9,2	9,6	13,3	7,7
1983	3,6	9,3	9,6	14,0	7,7
1984	3,0	7,7	7,9	8,4	7,2
1985	3,9	8,9	10,0	10,4	7,6
1986	3,6	7,9	8,8	8,4	9,5
					9,2

Fuentes: Las de los Anexos I y II.

de las necesidades financieras del INI en los primeros años (1941-1947) hizo que los gastos financieros fuesen muy bajos o

inexistentes. Su evolución, en términos absolutos, pasa de 10 millones de pesetas en 1950 a 1.142 millones en 1960; en las décadas

siguientes su aumento es aún mayor, llegando a los 6.572 millones de pesetas en 1970 y a 26.625 en 1980, lo que quiere de-

cir que se han multiplicado por cuatro; en los últimos años analizados en este trabajo, sin embargo, su incremento ha sido menor, multiplicándose tan sólo por 1,3 hasta alcanzar los 34.761 millones de pesetas.

Aunque es difícil llegar a establecer con exactitud los costes directos de financiación del INI, podemos obtener una idea aproximada mediante el cálculo de unos *ratios* que relacionan los gastos financieros de la cuenta de resultados con las partidas del pasivo del balance. Estos *ratios* se incluyen en el cuadro n.º 8.

En primer lugar, del coeficiente que mide la razón entre los gastos financieros totales y la financiación permanente se concluye que de 1948 hasta 1981 se ha registrado un crecimiento continuo de esta proporción, pasando de 0,17 a 5,71; la mayor parte del aumento se ha producido desde 1958. Así pues, la expansión de la actividad del INI ha ido acompañada de un coste creciente de sus fondos de financiación. Puesto que los gastos recogen los intereses de préstamos, créditos y obligaciones (es decir, de los recursos ajenos), hemos calculado, en segundo lugar, el coeficiente del coste del endeudamiento, que es la proporción de los gastos financieros en los fondos ajenos y en el exigible a medio y largo plazo. Como cabía anticipar, el coste del endeudamiento muestra una tendencia creciente, en particular desde 1953; el porcentaje de los gastos financieros en los fondos ajenos, tras fuertes oscilaciones en la década de 1940, pasa del 2,0 en 1949 al 9,3 en 1983; en los tres últimos años analizados aquí se ha reducido entre un punto y un punto y medio. Por último, hemos calculado los porcentajes que los gastos por intereses de

los préstamos bancarios y de las obligaciones en circulación representan respectivamente sobre el volumen total de créditos y obligaciones en circulación. Se observa que el coste de ambos tendió a aumentar con el paso del tiempo, aunque desde 1970 hasta 1985, el coste del crédito bancario ha sido superior al coste generado por las obligaciones en circulación.

A la vista de lo anterior, cabe preguntarse si ha existido alguna relación entre el endeudamiento y su coste. En principio, habría que contestar afirmativamente, pues el período en el que el INI ha aumentado su deuda frente a terceros ha coincidido con un incremento en sus gastos financieros. Para verificar esta hipótesis, hemos llevado a cabo una correlación simple entre el inverso del coeficiente de endeudamiento y el *ratio* que corresponde al porcentaje de los gastos financieros en los fondos ajenos; pues bien, el resultado es opuesto al que cabía esperar: el valor del coeficiente de determinación,  $R^2$ , es muy bajo, lo que sugiere que pudo no producirse la relación que postulábamos (13). Una posible explicación es que el aumento en el coste de los recursos ajenos para el INI no está asociado con sus niveles de endeudamiento, sino que es producto de las condiciones generales en los mercados financieros; al encarecerse el crédito, los gastos de financiación suben para el INI como sucede con todas las empresas. Otra cuestión es si, dada la tendencia alcista en los tipos de interés, no hubiese sido más conveniente sustituir capitales ajenos por propios. A esto nos referimos más adelante.

## **Rentabilidad financiera, rentabilidad económica y endeudamiento**

De acuerdo con la definición más común, la rentabilidad financiera se calcula como el cociente entre el beneficio neto y los recursos propios. En el cuadro número 9 comprobamos que dicho cociente, tras ofrecer valores negativos para los tres primeros años, siguió hasta 1968 una tendencia creciente acompañada de una notable estabilidad; durante esos años osciló entre un 1 y un 4 por 100; a partir de 1969 el porcentaje medio aumenta hasta el 7,3 para el período 1969-1978 y hasta el 3,7 para 1979-1986 y también registra variaciones más bruscas.

Por lo que se refiere a la rentabilidad económica, estimada como la relación entre beneficio neto y activo total, observamos que se mantuvo a niveles bajos hasta 1976, por debajo del 2 por 100; después se supera este porcentaje (salvo en 1979-1980 y 1985-1986) llegando al 4,5 en 1978; así, frente a una rentabilidad media del 1,4 por 100 para 1945-1976, la registrada en el último decenio se eleva al 2,2 por 100.

Podemos relacionar ahora rendimiento financiero, rentabilidad económica y endeudamiento a través de lo que, en la literatura de la teoría de la empresa, se denomina el «apalancamiento financiero». Este recoge el efecto que tiene sobre la rentabilidad financiera la diferencia entre la rentabilidad económica media y el coste medio de los recursos ajenos. El ejercicio, que se muestra en el mismo cuadro n.º 9, nos indica claramente que el INI ha registrado en todos los años de su historia un apalancamiento ne-

CUADRO N.º 9

## RENTABILIDAD FINANCIERA, RENTABILIDAD ECONOMICA Y ENDEUDAMIENTO

	PORCENTAJES			Fondos propios	Apalancamiento
	Beneficio antes de dotaciones sobre activo total	Beneficio antes de dotaciones en fondos propios	Gastos financieros en fondos ajenos	Fondos ajenos	
1941		-20,0			
1942	-0,7	-2,2		0,5	
1943	-0,5	-0,8	0,0	1,7	-0,8
1944	-0,3	-0,7	0,0	0,7	-0,2
1945	0,9	0,9	0,0	129,9	117,2
1946	1,3	1,3	2,6	221,2	-271,6
1947	0,7	0,7	0,0	518,6	340,0
1948	1,2	1,3	1,8	9,5	-6,0
1949	2,3	2,7	2,0	5,3	1,4
1950	1,0	1,1	4,8	17,1	-65,3
1951	1,2	1,4	2,4	6,4	-7,5
1952	0,8	0,9	2,4	7,8	-12,3
1953	1,0	1,3	1,4	5,0	-1,6
1954	1,1	1,3	2,0	4,8	-4,2
1955	1,2	1,5	3,0	4,6	-8,5
1956	1,2	1,6	3,4	4,6	-9,7
1957	1,8	2,1	3,8	5,5	-11,3
1958	2,2	3,2	2,9	2,3	-1,6
1959	1,8	3,2	3,5	1,4	-2,3
1960	1,7	3,4	4,1	1,0	-2,4
1961	1,6	3,7	4,1	0,8	-2,0
1962	1,8	4,3	4,6	0,7	-2,1
1963	1,6	4,3	4,6	0,6	-1,8
1964	1,5	4,4	4,6	0,5	-1,6
1965	1,6	5,4	4,6	0,4	-1,3
1966	1,1	4,0	4,6	0,4	-1,3
1967	1,0	3,8	4,5	0,3	-1,2
1968	0,7	3,3	4,4	0,3	-1,1
1969	1,6	7,7	4,7	0,3	-0,8
1970	2,8	15,2	4,9	0,2	-0,5
1971	1,1	4,7	5,5	0,3	-1,4
1972	0,9	3,5	5,4	0,3	-1,5
1973	1,3	5,3	5,7	0,3	-1,5
1974	0,9	3,8	5,7	0,3	-1,5
1975	0,5	2,3	5,8	0,3	-1,6
1976	1,2	5,3	6,1	0,3	-1,5
1977	2,6	10,6	6,1	0,3	-1,2
1978	4,5	14,3	6,7	0,5	-1,0
1979	0,6	1,8	7,1	0,5	-3,5
1980	0,9	2,4	8,4	0,6	-4,8
1981	2,8	7,5	9,1	0,6	-4,0
1982	2,7	4,9	9,2	1,2	-8,1
1983	3,5	5,9	9,3	1,6	-9,5
1984	3,3	5,5	7,7	1,6	-6,8
1985	0,2	0,4	8,9	1,4	-12,3
1986	1,1	1,9	7,9	1,3	-9,1

Fuentes: Las de los Anexos I y II.

gativo; esto es, el margen entre rentabilidad económica y coste de los recursos ajenos ha sido siempre negativo, y no se ha pro-

ducido en ningún caso un efecto compensador entre el endeudamiento y su coste. Por lo demás, los valores obtenidos sugieren

que los efectos reductores del apalancamiento sobre la rentabilidad del INI fueron fuertes en los primeros quince años, aun-

que con una tendencia a la disminución; de 1958 a 1978 mejoran con respecto al período anterior, y a partir de esta última fecha la situación vuelve a empeorar.

## V. CONCLUSIONES: LA POLÍTICA DE FINANCIACION

En las secciones anteriores hemos analizado la estructura financiera del INI y su evolución histórica. Ahora, para concluir, nos preguntamos cuáles fueron los motivos por los que se modificó la política de financiación y cuáles sus consecuencias. Por el momento, no hemos intentado calcular el coste que la financiación del INI impuso a la economía nacional, sino tan sólo plantear unas hipótesis para una verificación ulterior. Conviene recordar que el INI no fue sujeto activo, sino pasivo, de su propia estrategia de financiación; esto es, las decisiones sobre los canales de su financiación fueron tomadas por el gobierno, y no, de forma independiente, por el Consejo de Administración del Instituto. Quizá sea en este ámbito donde mejor se detecta la falta de autonomía del INI, que para dotarse de recursos dependió en todo momento de las decisiones tomadas en otros centros de poder político.

Como hemos podido comprobar, el INI ha financiado sus inversiones con aportaciones del Estado y con endeudamiento (préstamos bancarios y emisión de obligaciones). Las dos vías de financiación empleadas tienen sus ventajas e inconvenientes y, a su modo, cada una impuso límites al crecimiento y a la rentabilidad del *holding*. En los pri-

meros veinte años y en la última década han predominado los recursos propios; en los decenios intermedios lo han hecho los recursos ajenos. La autofinanciación (reservas y resultados) nunca llegó a ser una fuente significativa de fondos.

Los recursos procedentes del Tesoro fueron la fuente de financiación básica hasta 1957. Esta opción fue tomada por los responsables del Ministerio de Hacienda al crearse el Instituto. Frente a la opinión de Suanzes y del Consejo de Administración del INI, favorables a un sistema de financiación al margen del Presupuesto del Estado, Benjumea, a la sazón ministro de Hacienda, prefería que los fondos a emplear por el Instituto figurasen dentro de las cuentas presupuestarias. Hacienda quiso cargar con la responsabilidad de obtener los recursos, bien por vía impositiva, bien mediante la emisión de deuda pública finalista (desde 1946). Esta preferencia del Tesoro se explica, en parte, por su interés en controlar la actividad financiera del nuevo organismo, que nacía con intención de independencia y con un extraordinario afán de crecimiento; además, el Ministerio de Hacienda quería evitar que el INI se sumase, de forma autónoma, a la competencia por la obtención de fondos en el ya de por sí estrecho mercado interior de capitales. Por el contrario, Suanzes pretendía dotar al INI de recursos acudiendo al mercado, porque ello le proporcionaba una mayor flexibilidad y le permitía escaparse de la rígida Ley de Contabilidad de 1911 y del control de la Intervención General del Estado; también porque pensaba, erróneamente, que las inversiones del Instituto llegarían a ser rentables en un corto plazo.

Con la alternativa que finalmente se eligió, el nuevo organismo perdió independencia, y el volumen de fondos disponibles cada año tuvo que pasar por el filtro del Presupuesto; el Instituto, como el resto de los órganos de la Administración, quedó forzado a acomodar sus actuaciones a lo que el documento presupuestario permitía. Como contrapartida, pudo disfrutar durante estos años de un exiguo endeudamiento y de reducidos gastos de financiación; los costes fueron asumidos por el Estado.

En las *memorias* de la primera década se señala que muchos proyectos de inversión quedaron frustrados por falta de recursos; el lento goteo de las aportaciones del Tesoro hasta 1950 frenó, sin duda, el crecimiento del Instituto. Pero después, cuando las dotaciones presupuestarias se incrementaron, el INI logró despegar y pudo llevar a cabo proyectos de inversión que exigieron considerables movilizaciones de capital. En ambas décadas, sin embargo, el coste de los recursos consumidos no quedó reflejado en sus cuentas. Ahora bien, que el coste financiero de sus fondos de financiación fuese reducido para el INI no significa que también lo fuera para el conjunto de la economía; como mínimo, habría que estimarlo por el tipo de interés regulador de la deuda pública, el instrumento de financiación básico empleado por el Estado desde 1946. Esos gastos estimados de amortización e intereses de la deuda emitida, y contabilizada en los Presupuestos anuales, habrían de imputarse al INI.

El cambio de criterio en la financiación del INI ocurrido en 1957, y recogido formalmente en la Ley de Presupuestos para 1958, significó el fin de las dota-

ciones patrimoniales y el inicio de búsqueda de fondos en los mercados de capital. Las nuevas prioridades de la política económica (equilibrio presupuestario y estabilidad monetaria) forzaron dicho cambio; en particular, lo segundo exigía terminar con las emisiones de deuda pública pignorable, que hasta entonces habían servido para dotar al Instituto de recursos. Otra justificación aducida fue la necesidad de someter al INI a la disciplina del mercado para que, de esta forma, soportase sus propios costes de funcionamiento. Como se ha comprobado, estos nuevos criterios causaron un incremento del coeficiente de endeudamiento y de los gastos financieros y, lo que es más importante, esa nueva política de financiación contuvo el crecimiento del INI y terminó por reducir su peso en la economía del país. El principio de «subsidiariedad» que orientó las actuaciones del Instituto durante la década de 1960 quedó asegurado, en buena parte, gracias a las modificaciones introducidas en el ámbito financiero.

Hasta 1971 se emitieron obligaciones del INI canjeables por acciones del Grupo de empresas, y en años posteriores también se autorizó la emisión de obligaciones simples. El primer procedimiento había sido profusamente utilizado por el IRI antes y después de la segunda guerra mundial, y el INI lo tomó prestado. La ventaja para el suscriptor es que tiene garantizado un tipo de interés fijo, al tiempo que se le ofrece la oportunidad de participar en los beneficios de las empresas; la ventaja para el organismo emisor es que le permite, en su momento, reducir el nivel de endeudamiento externo, con el único coste de ver disminuir el porcentaje de participación en

sus empresas. El hecho de que los suscriptores, en especial las cajas de ahorros, no procedieran al canje no significa que el sistema empleado fuese incorrecto. En todo caso, la práctica de emitir obligaciones canjeables desapareció en 1971, siendo sustituida por la emisión de obligaciones simples.

A principios de la década de 1970 se vuelve a modificar la estrategia de financiación del INI, reanudándose las aportaciones del Tesoro. De acuerdo con lo que se explica en las *memorias* del propio Instituto, el cambio no sólo pretendió mejorar su situación patrimonial, sino convertir al organismo en un auténtico *holding* financiero capaz de cumplir con eficacia las funciones que tenía encomendadas. Empero, no ha sido hasta los últimos diez años cuando se ha visto mejorar la estructura financiera del INI. Por lo demás, cabe aplicar aquí los mismos razonamientos que hemos expuesto para el período 1941-1957.

Preguntémosnos, para terminar, ¿cuál de las dos alternativas de financiación ensayadas por el INI es mejor? La respuesta es difícil y depende, como casi siempre, de los supuestos o condicionantes que introduzcamos. El recurso a los capitales ajenos es una buena estrategia si la rentabilidad de las inversiones es alta, pero puede poner en peligro el futuro de la empresa u organismo en caso contrario, o si la coyuntura económica se vuelve adversa. Aunque puede afirmarse que el voluminoso endeudamiento registrado por el INI ha frenado su crecimiento, también es cierto que, en algunas fases con predominio de las aportaciones del Estado, la tónica ha sido un estancamiento, e incluso retroceso, de sus inversiones. Por

otra parte, si bien la financiación con cargo al Presupuesto del Estado reduce los costes para el INI, ello quiere decir, simplemente, que el conjunto de la economía asume dichos costes.

La valoración de la financiación del INI hay que relacionarla con la rentabilidad de sus inversiones; pero un juicio definitivo sobre lo adecuado o inadecuado de la estructura financiera del Instituto sólo puede realizarse teniendo en cuenta los objetivos de política industrial que se pretenden conseguir.

## NOTAS

(\*) Este trabajo se enmarca en una investigación más amplia, en curso de realización, sobre la historia del INI y su grupo de empresas. Agradecemos los comentarios y sugerencias recibidos de Julio Segura.

(1) Otros estudios importantes que también se han ocupado de la financiación del INI, aunque no de forma monográfica, son los de Schwartz y González (1978), los artículos incluidos en Instituto de Estudios Fiscales (1973 y 1980) y, más recientemente, Cordero (1983).

(2) Con las modificaciones introducidas por la Ley 15/1963, la Ley 63/1964, el Decreto 480/1968 y el Decreto-Ley 20/1970. La Ley de Presupuestos del Estado para 1989, en su artículo 123 ha modificado el *status* jurídico del Instituto, transformándolo, en una entidad de derecho público de las previstas en el apartado 1.b) del artículo 6.º del texto refundido de la Ley General Presupuestaria. Nuestro ensayo está redactado en mayo de 1988, antes de que se produjera el cambio.

(3) Véase Boyer (1975), Schwartz y González (1978) y Myro (1981).

(4) La naturaleza financiera del INI y su carácter de *holding financiero* han sido señalados por todos los autores que se han ocupado del tema y, en particular, por Esteban Coca (1971) y Vela Sastre (1979).

(5) Sobre la tipología citada y la intervención pública cuando existen «imperfecciones del mercado de capital», véase Corden (1971 y 1974). Véase también nuestro trabajo «El Grupo

INI en perspectiva histórica. Una aproximación cuantitativa (1941-1986)» en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(6) Véase Martín Aceña y Comín (1988), secciones 1-3. Véase también Novales *et al.* (1987), cap. 4.

(7) La tasa está calculada entre el valor medio del período 1941-1945 y el de 1986 como fecha final.

(8) Esto no quiere decir que el INI sea ahora menos dinámico que en épocas anteriores; por el contrario, sabemos que, a pesar del estancamiento de sus cifras de financiación en términos reales, se han producido cambios importantes en su estructura y, en general, en la política industrial del organismo.

(9) Esta periodificación coincide con la propuesta por Esteban Coca (1971) y Vela Sastre (1979), a la que hemos añadido la última etapa.

(10) Las cifras que se citan en el texto no se reproducen en el Anexo I, y se toman directamente de los *Balances y Cuentas de Resultados del Instituto Nacional de Industria, 1941-1974*.

(11) Las cajas de ahorros fueron los principales suscriptores de las emisiones; sin embargo, llegado el momento del canje, no ejercieron su derecho.

(12) Se incrementaron los tipos de interés y se acortaron los plazos de amortización.

(13) Los resultados obtenidos de la correlación simple son:  $R^2 = 0,07$  y  $S. E. = 1,27$ .

## BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

BANCO DE ESPAÑA (1987): *Memoria Anual*, Madrid.

BOYER, M. (1975): «La empresa pública en la estrategia industrial española: el INI», *Información Comercial Española*, n.º 500, páginas 94-123.

BUSTELO, F., y G. TORTELLA (1976): «Monetary Inflation in Spain, 1800-1970», *Journal of European Economic History*, vol. 5, n.º 1, páginas 141-150.

CANCHO NEVE, J. L. (1969): «INI: financiación y control», *Economía Financiera Española*, números 31-32, págs. 111-128.

CORDERO, G. (1983): «Problemática financiera de las empresas públicas industriales», *Economía Industrial*, n.º 231, mayo-junio, págs. 73-86.

CORDEN, W. M. (1971): *The Theory of Protection*; Oxford, Oxford University Press.

— (1974): *Trade Policy and Economic Welfare*; Oxford, Oxford University Press.

ESTEBAN COCA, S. (1971): «La financiación de las inversiones del INI», *Economía Industrial*, número 95, págs. 43-45.

INI. DIRECCIÓN DE LOS SERVICIOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS (1975): *Balances y Cuentas de Resultados del Instituto Nacional de Industria. Años 1941-1974*, Madrid.

— *Memorias Anuales, 1941-1986*, Madrid.

INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES (1973): *La em-*

*presa pública industrial en España: el INI*, Madrid, IEF.

— (1980): *La empresa pública española: Estudios*, Madrid, IEF.

MARTÍN ACEÑA, P., y F. COMÍN (1988): «El Instituto Nacional de Industria. Primer Año (1942)». Trabajo mecanografiado, sin publicar.

MARTINEZ GALLUR, C. (1977): «Actividad financiera del Instituto Nacional de Industria en los últimos años», *Panorama Bursátil*, II, número 4, págs. 15-45.

MYRO, R. (1981): «La estrategia de la empresa pública concurrencial en España: un análisis de la actuación del Instituto Nacional de Industria», *Investigaciones Económicas*, número 15, mayo-agosto, págs. 23-49.

NOVALES, A., SEBASTIÁN, C., SERVÉN, L., TRUJILLO, J. A. (1987): *La empresa pública industrial en España*. Madrid, Fundación de Estudios de Economía Aplicada.

SCHWARTZ, P. (1977): «El Producto Interior Bruto en España de 1940 a 1960», en *El Producto Nacional de España en el siglo XX*, Madrid, IEF., págs. 445-529.

— y M. J. GONZÁLEZ (1978): *Una historia del Instituto Nacional de Industria (1941-1976)*, Madrid, Tecnos.

URIEL, E. (1986): *Enlace entre los sistemas de Contabilidad Nacional CNE-58 y CNE-70*. Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, Monografía 47.

VELA SASTRE, E. (1979): «La financiación del INI (1941-1978)», *Economía Industrial*, febrero. [Reproducido en Instituto de Estudios Fiscales (1980), págs. 805-857.]

## ANEXO ESTADISTICO

### ANEXO ESTADISTICO I

#### ESTRUCTURA FINANCIERA

##### A. Recursos propios (millones de pesetas)

	Pasivo total	Recursos propios	Aportaciones del Estado	Reservas totales	Resultados
1941	0,5	0,5	0,5		0,0
1942	270,9	87,7	87,7		0,0
1943	415,3	258,7	260,8		-2,1
1944	853,4	360,5	364,8		-4,3
1945	620,9	610,7	609,1		1,6
1946	867,9	862,8	854,1	0,6	8,1
1947	1.464,1	1.452,1	1.439,1	4,8	8,2
1948	2.012,3	1.801,3	1.776,6	15,2	9,5
1949	2.759,4	2.295,8	2.222,4	60,8	12,6
1950	3.779,7	3.553,1	3.450,0	83,0	20,1
1951	5.354,8	4.596,1	4.451,5	102,8	42,2
1952	7.410,3	6.518,1	6.357,6	110,2	50,3
1953	10.220,0	8.447,9	8.247,8	126,2	73,9
1954	13.334,4	11.017,3	10.745,6	171,3	100,4
1955	19.125,7	15.129,6	14.715,6	270,9	143,1
1956	24.839,1	19.694,1	19.186,8	332,3	175,0
1957	32.362,0	26.667,3	25.809,9	641,6	215,8
1958	39.376,0	27.234,2	25.809,9	1.201,2	223,1
1959	47.967,3	27.566,8	25.804,6	1.480,0	282,2
1960	56.242,6	27.862,0	25.804,6	1.731,7	325,7
1961	63.851,3	28.217,9	25.804,6	2.078,9	334,4
1962	69.505,4	28.746,8	25.804,6	2.596,7	345,5
1963	78.954,8	29.137,3	25.804,6	2.981,1	351,6
1964	88.402,4	29.673,6	25.804,6	3.508,0	361,0
1965	99.397,5	30.518,7	25.804,6	4.349,1	365,0
1966	109.614,3	30.540,6	25.804,6	4.365,1	370,8
1967	122.121,4	31.016,8	25.804,7	4.831,4	380,7
1968	137.645,6	31.174,3	25.804,7	5.226,2	143,4
1969	148.758,7	30.335,9	26.035,2	4.192,7	108,0
1970	167.045,8	30.390,9	26.035,2	4.225,9	129,8
1971	176.570,1	42.827,9	37.100,2	5.518,9	208,8
1972	191.553,9	47.171,9	40.256,2	6.662,8	252,9
1973	204.645,6	51.206,4	43.420,2	7.272,0	514,2
1974	236.063,5	55.098,7	46.576,2	8.045,7	476,8
1975	261.592,7	58.993,9	49.732,1	8.790,8	471,0
1976	294.926,1	66.245,4	54.640,1	11.146,0	459,2
1977	338.532,1	83.011,7	65.964,1	16.586,7	460,9
1978	399.611,5	125.307,5	75.249,2	33.638,4	510,9
1979	474.120,4	161.970,8	105.107,2	35.940,5	464,2
1980	549.534,9	206.138,5	150.107,2	42.284,4	446,5
1981	575.506,7	214.539,3	163.932,1	36.735,4	571,9
1982	699.667,6	381.655,5	289.129,1	35.501,4	494,0
1983	793.003,7	473.097,9	361.129,1	34.864,6	486,9
1984	796.282,5	476.639,9	441.129,1	24.316,1	536,7
1985	1.059.944,0	615.438,7	556.129,0	26.160,3	536,7
1986	1.038.664,0	581.669,2	556.129,1	21.694,6	536,7

Fuentes: Dirección de los Servicios Económicos y Financieros del INI. *Balances y Cuentas de Resultados del INI (1941-1974); Memorias del INI (1975-1986).*

## ANEXO ESTADISTICO I (conclusión)

## ESTRUCTURA FINANCIERA

## B. Recursos ajenos (millones de pesetas)

	Recursos ajenos	Exigible a medio y largo plazo	Obligaciones en circulación	Créditos nacionales	Créditos exteriores	Exigible corriente	Otras cuentas
1942	183,2	183,2				0,0	0,0
1943	156,5	156,5				0,0	0,0
1944	488,2	488,2				0,0	4,7
1945	4,7	4,7				0,0	5,5
1946	3,9	3,6				0,3	1,2
1947	2,8	2,5				0,3	9,2
1948	190,4	190,0		190,0		0,4	20,6
1949	430,6	430,2		430,2		0,4	33,0
1950	207,3	161,5		161,5		45,8	19,3
1951	723,0	621,5		621,5		101,5	35,7
1952	835,6	636,0		636,0		199,6	56,6
1953	1.698,3	1.590,0		1.590,0		108,3	73,8
1954	2.277,4	2.164,0		2.164,0		113,4	39,7
1955	3.283,1	3.162,0		3.162,0		121,1	713,0
1956	4.322,9	4.162,0		4.162,0		160,9	822,1
1957	4.890,9	4.661,9		4.661,9		229,0	803,8
1958	11.856,4	10.908,4		10.908,4		948,0	285,4
1959	19.999,0	18.664,7	4.037,4	14.627,3		1.334,3	401,5
1960	27.687,8	26.600,9	12.573,6	14.027,3		1.086,9	692,8
1961	35.048,7	33.375,5	22.226,8	11.148,7		1.673,2	584,7
1962	40.128,7	37.864,4	26.704,8	11.159,6		2.264,3	629,9
1963	49.016,0	46.448,8	35.289,2	11.159,6		2.567,2	801,5
1964	58.111,1	54.733,5	43.569,7	11.163,8		3.377,6	617,7
1965	68.242,4	63.484,2	52.321,4	11.162,8		4.758,2	636,4
1966	78.244,9	73.078,0	61.314,5	11.161,8	601,7	5.166,9	828,8
1967	90.333,0	83.727,7	69.701,2	11.160,8	2.865,9	6.605,1	771,6
1968	104.282,4	101.447,9	79.467,9	13.145,3	8.834,5	2.834,7	2.188,9
1969	116.468,4	113.430,9	91.134,4	13.231,5	9.065,0	3.037,5	1.954,4
1970	133.959,3	131.891,5	102.922,3	16.471,7	12.497,5	2.067,8	2.695,6
1971	131.458,6	128.944,0	109.912,4	6.647,6	12.384,0	2.514,6	2.283,6
1972	142.604,1	141.171,9	126.415,5	5.863,1	8.893,3	1.432,2	1.777,9
1973	151.037,2	147.361,1	136.536,5	4.214,3	6.610,3	3.676,1	2.402,0
1974	178.169,3	175.196,6	148.507,1	3.912,2	22.777,3	2.972,7	2.795,5
1975	199.877,9	198.329,0	162.264,4	2.424,1	33.640,5	1.548,9	2.720,9
1976	223.065,7	222.268,9	174.859,9	2.234,6	45.174,4	796,8	5.615,0
1977	250.236,3	248.840,3	193.043,4	2.026,9	53.770,0	1.396,0	5.284,1
1978	267.928,6	265.067,5	212.744,9	1.838,7	50.453,9	2.861,1	6.375,4
1979	297.555,5	288.023,7	233.323,3	12.219,5	42.480,9	9.531,8	14.594,1
1980	317.933,1	307.119,8	253.363,9	11.362,3	42.393,6	10.813,3	25.463,3
1981	343.427,6	333.822,3	276.196,6	11.124,1	46.501,6	9.605,3	17.539,8
1982	306.193,5	295.509,9	198.200,1	52.123,0	45.186,8	10.683,6	11.818,6
1983	291.684,7	283.476,7	181.663,4	29.406,1	72.407,2	8.208,0	28.221,1
1984	304.260,3	295.213,2	192.396,6	51.293,6	51.523,0	9.047,1	15.382,3
1985	433.301,3	386.638,8	186.194,3	186.003,0	14.439,5	46.662,5	11.204,0
1986	437.431,6	397.031,2	173.943,2	221.280,1	1.807,6	40.400,4	19.563,2

## ANEXO ESTADISTICO II

## CUENTA DE RESULTADOS

## A. Ingresos (millones de pesetas)

	<i>Ingresos totales</i>	<i>Productos financieros</i>	<i>Dividendos en efectivo</i>	<i>Acciones liberadas</i>	<i>Intereses préstamos</i>	<i>Comisiones de avales</i>	<i>Otros ingresos</i>
1943	3,50		0,00				1,50
1944	5,30	1,50	1,50				1,30
1945	11,40	10,60	10,50		0,10		0,80
1946	19,60	14,30	11,60		2,70		5,30
1947	18,70	14,60	12,50		2,10		4,10
1948	36,30	23,60	17,80		5,80		12,70
1949	80,90	32,80	24,50		8,30		48,10
1950	59,70	45,20	34,40		10,80		14,50
1951	95,20	66,80	56,30		10,50		28,40
1952	99,10	89,60	87,20		2,40		9,50
1953	148,80	140,60	138,40		2,20		8,20
1954	216,30	204,80	187,50		17,30		11,50
1955	353,90	275,90	240,50		35,40		78,00
1956	494,40	393,00	340,70		52,30		101,40
1957	806,80	521,70	453,80		67,90		285,10
1958	1.260,00	791,90	633,10		158,80		468,10
1959	1.634,40	1.403,30	885,40		517,90		231,10
1960	2.180,30	1.707,70	933,90		773,80		472,60
1961	2.594,50	2.189,40	1.082,50		1.106,90		405,10
1962	3.200,70	2.675,30	1.322,80		1.352,50		525,40
1963	3.667,40	3.182,00	1.376,30		1.805,70		485,40
1964	4.167,00	3.589,00	1.407,60		2.181,40		578,00
1965	4.941,10	4.038,30	1.468,50		2.569,80		902,80
1966	5.289,30	4.352,00	1.641,20		2.710,80		937,30
1967	5.664,60	4.943,90	1.868,50		3.075,40		720,70
1968	6.097,00	5.408,30	1.806,60		3.601,70		688,70
1969	8.324,80	6.275,20	1.671,60	288,60	4.315,00		2.049,60
1970	11.596,00	7.251,50	1.520,50	353,00	5.371,90	6,10	4.344,50
1971	9.695,90	8.273,90	1.426,70	383,00	6.124,30	339,90	1.422,00
1972	9.930,20	8.810,50	1.626,10	1.355,40	5.544,50	284,50	1.119,70
1973	12.010,60	11.305,40	2.606,80	1.718,30	6.652,10	328,20	705,20
1974	13.078,40	12.526,40	2.897,10	554,20	8.764,70	310,40	552,00
1975	13.878,20	13.631,40	2.993,50	561,90	9.765,00	311,00	246,80
1976	18.438,10	17.156,30	2.457,60	1.824,60	12.489,50	384,60	1.281,80
1977	25.686,10	23.297,40	2.002,20	4.823,30	15.891,60	582,40	2.388,70
1978	41.086,60	39.771,00	2.420,10	16.234,80	20.235,00	880,30	17.550,30
1979	31.508,70	29.887,00	3.360,30	1.466,70	23.925,10	1.134,90	3.005,40
1980	47.361,50	46.478,90	5.211,50	9.550,50	29.879,90	1.836,90	882,50
1981	57.254,90	56.547,00	5.247,90	12.321,10	35.931,40	3.046,60	707,90
1982	66.144,20	63.168,20	5.791,70	17.174,40	35.766,00	4.436,10	2.976,00
1983	64.531,80	59.793,50	8.036,60	6.698,60	39.662,50	5.395,80	4.738,30
1984	48.239,30	43.844,30	5.443,90	3.328,30	29.273,20	5.798,90	4.395,00
1985	81.381,20	76.797,50	7.645,50	32.462,70	32.133,30	4.555,90	4.583,80
1986	97.740,10	91.993,40	11.047,50	50.655,40	27.151,60	3.138,90	5.746,70

Fuentes: Las del Anexo I.

## ANEXO ESTADISTICO II (continuación)

**CUENTA DE RESULTADOS**  
**B. Gastos (millones de pesetas)**

	<i>Gastos totales</i>	<i>Gastos financieros</i>	<i>Intereses de créditos y préstamos</i>	<i>Intereses de obligaciones</i>	<i>Gastos de administración generales</i>	<i>Gastos varios</i>
1941	0,10				0,10	
1942	1,90				1,90	
1943	3,50	0,00	0,00		3,50	
1944	5,40	0,10	0,10		4,70	0,60
1945	5,10	0,00	0,00		5,00	0,10
1946	7,50	0,10	0,10		6,10	1,30
1947	8,60	0,00	0,00		8,20	0,40
1948	12,50	3,40	3,40		8,60	0,50
1949	18,30	8,60	8,60		9,10	0,60
1950	20,80	10,00	10,00		10,20	0,60
1951	30,70	17,10	17,10		13,10	0,50
1952	36,80	20,10	20,10		15,90	0,90
1953	41,40	23,10	23,10		17,30	1,00
1954	69,20	44,70	44,70		23,60	0,90
1955	125,70	99,30	99,30		25,30	1,10
1956	182,80	145,70	145,70		36,20	0,90
1957	233,90	187,70	187,70		44,80	1,40
1958	392,90	342,80	342,80		48,30	1,80
1959	754,90	694,20	593,20	101,00	58,60	2,10
1960	1.216,90	1.142,40	711,40	431,00	72,10	2,40
1961	1.535,80	1.450,20	518,10	932,10	82,20	3,40
1962	1.961,10	1.859,70	526,79	1.332,90	96,20	5,20
1963	2.361,60	2.242,90	549,20	1.693,70	113,10	5,60
1964	2.804,80	2.680,00	583,70	2.096,30	119,20	5,60
1965	3.242,60	3.109,70	545,00	2.564,70	127,10	5,80
1966	4.003,30	3.564,50	566,39	2.998,10	160,50	3,80
1967	4.385,10	4.057,50	584,70	3.472,80	157,50	4,50
1968	4.974,30	4.549,70	658,30	3.891,40	155,60	4,40
1969	5.826,00	5.471,60	920,30	4.551,30	177,00	6,80
1970	6.796,50	6.572,40	1.424,70	5.147,70	217,20	6,90
1971	7.504,40	7.191,50	1.292,30	5.899,20	292,30	20,60
1972	8.061,50	7.692,40	1.233,30	6.459,10	363,70	5,40
1973	9.083,70	8.632,30	1.289,90	7.342,40	440,70	10,70
1974	10.740,70	10.168,90	2.110,40	8.058,50	569,60	2,20
1975	12.237,80	11.553,00	2.746,10	8.806,90	677,30	7,50
1976	14.614,80	13.615,80	3.868,00	9.747,80	980,60	18,40
1977	16.556,80	15.286,30	4.475,60	10.810,70	1.253,20	17,30
1978	19.807,90	17.826,70	5.065,69	12.761,00	1.973,30	7,90
1979	23.508,00	21.124,50	5.501,50	15.623,00	2.376,60	6,89
1980	29.183,20	26.624,80	7.978,80	18.646,00	2.549,90	8,49
1981	33.998,40	31.285,60	10.031,60	21.254,00	2.667,30	45,49
1982	31.109,20	28.227,20	12.902,20	15.325,00	2.879,20	2,80
1983	30.386,40	27.247,30	14.251,30	12.996,00	3.138,20	0,89
1984	26.298,20	23.280,40	8.596,40	14.684,00	3.016,80	0,99
1985	41.603,10	38.669,50	20.902,50	17.767,00	2.932,50	1,10
1986	37.852,60	34.761,10	18.784,10	15.977,00	3.041,60	49,89

## ANEXO ESTADISTICO II (conclusión)

## CUENTA DE RESULTADOS

## C. Amortizaciones, provisiones y beneficios (millones de pesetas)

	<i>Amortizaciones</i>	<i>Beneficios antes de dotaciones</i>	<i>Provisiones</i>	<i>Reservas</i>	<i>Beneficio atribuible</i>
1941		-0,1			-0,1
1942		-1,9			-1,9
1943		-2,0			-2,0
1944		-2,6			-2,6
1945	0,7	5,6			5,6
1946	0,5	11,6	3,6		8,0
1947	0,5	9,6	1,5		8,1
1948	0,6	23,2	3,3	10,3	9,6
1949	0,5	62,1	4,0	45,6	12,5
1950	0,6	38,3	5,7	12,6	20,0
1951	0,7	63,8	6,2	15,4	42,2
1952	0,7	61,6	11,2	0,1	50,3
1953	0,9	106,5	32,5	0,0	74,0
1954	1,7	145,4	45,0	0,0	100,4
1955	2,6	225,6	20,0	62,4	143,2
1956	2,7	308,9	72,0	61,4	175,5
1957	3,6	569,3	97,4	256,0	215,9
1958	4,4	862,7	227,2	412,3	223,2
1959	5,1	874,4	397,2	194,9	282,3
1960	6,5	956,9	379,5	251,7	325,7
1961	8,7	1.050,0	475,4	240,3	334,3
1962	8,9	1.230,7	491,4	393,9	345,4
1963	43,1	1.262,7	652,5	258,4	351,8
1964	53,6	1.308,6	550,6	397,1	360,9
1965	64,4	1.634,1	557,0	712,2	364,9
1966	75,3	1.210,7	374,6	465,3	370,8
1967	86,4	1.193,1	477,2	335,3	380,6
1968	95,7	1.027,0	493,2	390,5	143,3
1969	169,8	2.329,0	1.834,6	386,4	108,0
1970	173,7	4.625,8	4.495,9	0,0	129,9
1971	196,9	1.994,6	401,2	1.384,6	208,8
1972	199,3	1.669,4	321,6	1.094,8	253,0
1973	193,8	2.733,1	1.693,4	525,5	514,2
1974	257,7	2.080,0	1.013,9	589,3	476,8
1975	302,2	1.338,2	290,3	576,8	471,0
1976	316,4	3.506,9	851,6	2.195,9	459,2
1977	326,5	8.802,8	3.056,3	5.285,5	460,9
1978	356,5	17.896,1	500,4	16.884,8	510,9
1979	388,9	2.947,9	367,0	2.116,7	464,2
1980	441,1	4.916,5	477,5	3.992,5	446,5
1981	625,9	16.019,8	9.737,6	5.710,4	571,8
1982	545,4	18.759,0	16.821,2	1.443,8	494,0
1983	585,8	27.690,0	26.374,2	828,9	486,9
1984	595,4	26.198,3	15.607,1	10.541,4	49,8
1985	2.673,3	2.462,6	4.306,9	-1.844,3	0,0
1986	67,0	11.271,5	6.805,8	4.465,7	0,0