

VALOR DE REPOSICION DE ACTIVOS REALES Y NIVEL DE FONDOS PROPIOS

Este trabajo de **Eva Jansson y Vicente Salas** analiza la influencia de la actualización del valor de sus activos reales en el nivel de recursos propios de las cajas de ahorros españolas. Para ello, los autores describen una metodología de actualización y la aplican, a efectos ilustrativos, sobre el balance consolidado de las cajas de ahorros durante el período 1983-1989. Los resultados de la actualización se valoran en el contexto de su impacto sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, sobre su potencial de crecimiento y sobre la medición de la rentabilidad del capital.

REGULACION BANCARIA SOBRE RECURSOS PROPIOS: IMPLICACIONES PARA EL POTENCIAL DE CRECIMIENTO

UNA de las dimensiones más significativas de la regulación a que se somete a las entidades de crédito es la que establece unos coeficientes mínimos de solvencia que deben ser satisfechos por todas ellas. El coeficiente se determina como el cociente entre una suma ponderada de partidas del balance de situación de la entidad y una medida de fondos propios cuyo cálculo también está marcado por la ley. A través de la cota mínima para el coeficiente, se busca establecer una cota máxima a la probabilidad de que una entidad financiera entre en quiebra o en problemas de liquidez importantes.

Cuando una entidad financiera se sitúa en el coeficiente mínimo exigido, las posibilidades de expansión a través de captar más depósitos y conceder más préstamos están limitadas por su capacidad para generar nuevos fondos propios. Es decir, para una proporción dada de recursos propios sobre el total de recursos de la entidad financiera, el crecimiento sostenible de sus operaciones de préstamo y crédito será, como máximo, igual al creci-

miento en el volumen de los recursos propios disponibles. Por otra parte, si los fondos propios aumentan más que los ajenos, el coeficiente de solvencia de la entidad de crédito aumentará.

Los bancos y las cajas de ahorros tienen diferentes posibilidades a la hora de ampliar su base de fondos propios, y por ello, *a priori*, su potencial de crecimiento sostenible también será distinto. Los bancos pueden ampliar su base de fondos propios a través de la emisión de nuevas acciones o a través de la retención de beneficios dotando fondos a reservas. Las cajas de ahorros, en cambio, durante mucho tiempo sólo han podido ampliar su base de fondos propios a través de la autofinanciación que les permite la retención de beneficios. No es extraño, por tanto, que las cajas de ahorros hayan buscado fórmulas que les permitan equipararse a los bancos en su capacidad para obtener recursos propios, y con ello llevar a cabo una gestión del crecimiento en mejores condiciones de igualdad. Esta búsqueda adquiere especial relevancia en unos momentos en que la competencia entre bancos y cajas es cada vez más próxima y las cajas afrontan unas nuevas posibilidades de expansión geográfica hasta hace poco inexistentes.

Entre las soluciones que las cajas de ahorros han buscado para reducir sus frenos al crecimiento, está la asimilación a fondos propios de la deuda subordinada y la emisión de cuotas participativas. La deuda subordinada se aproxima a los fondos propios por su carácter de deuda a muy largo plazo y por el último lugar en que coloca a sus tenedores a la hora de recuperar la inversión en caso de quiebra. Sin embargo, difiere de los fondos propios en que su retribución es fija y los intereses que devenga son una salida de tesorería comprometida por la entidad financiera, que no puede ajustarse a la evolución de los beneficios como ocurre con los dividendos a pagar. Por este motivo, la deuda subordinada implica un nivel de riesgo positivo para las entidades financieras, porque aumenta sus cargas fijas, y no es de extrañar que el montante de esta deuda entre dentro del punto de mira de los reguladores, vigilantes del riesgo que asumen las entidades que la emiten.

Las cuotas participativas han sido reguladas recientemente, y todavía no existe ninguna entidad que haya iniciado su emisión. A grandes rasgos, se las asimila con las acciones preferentes y las acciones sin voto en cuanto que tienen una remuneración cuasi fija en términos de dividendo a percibir, pero no tienen derecho político alguno. Las

CUADRO N.º 1

DESGLOSE DE LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS
(Cifras consolidadas)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Fondo de dotación más otras reservas.	250,3	299,9	418,3	507,1	626,9	771,0	871,1
Reserva de regularización	162,5	157,8	117,5	111,9	64,5	93,1	84,9
Otras cuentas de capital (*)	185,6	262,3	305,2	345,1	415,3	456,6	536,4
Total recursos propios	598,4	720,1	841,0	964,1	1.116,1	1.320,7	1.492,4

(*) Incluye 35 por 100 del beneficio del ejercicio y fondos especiales, excepto fondo de pensiones de los empleados.

Cifras en miles de millones. Elaboración propia a partir de la información contenida en el *Boletín Estadístico* del Banco de España.

cuotas participativas reducen las cargas fijas en relación a las que se derivan de la deuda subordinada, pero es de prever que serán difíciles de colocar en el mercado, porque trasladan gran parte del riesgo que soporta la entidad financiera al tenedor de las cuotas, y ello sin recibir a cambio derecho alguno que permita influir en las decisiones y el control de la entidad.

Hasta aquí nos hemos referido a la ampliación de capital, o sustitutos próximos, y a la autofinanciación como cauces normales para ampliar la base de recursos propios de una entidad financiera. Existe otra vía, considerada atípica o irregular, a través de la actualización del valor de los activos reales y la consiguiente dotación a la reserva de regularización, incluida entre las cuentas de capital de bancos y cajas. La actualización del valor de los activos reales se permite en dos circunstancias: en procesos de fusión y cuando la ley ampara regularizaciones de activos a efectos de tributación en el impuesto de sociedades; de ahí que consideremos esta vía de creación de reservas atípica o irregular, en cuanto que su utilización queda fuera del ámbito de decisión de cada entidad, caso de la regularización fiscal, o es una solución puntual en el tiempo, caso de las fusiones. Ello no significa, sin embargo, que esta vía de ampliación de la base de recursos propios, y en particular la regularización de los activos, no tenga una importante trascendencia potencial en el nivel de fondos propios de las entidades de crédito. Para darnos una primera idea de ello, el cuadro n.º 1 muestra la evolución de la composición del monto de recursos propios para el colectivo de cajas de ahorros españolas entre 1983, último año en que se permite una regularización fiscal, y 1989. Como puede comprobarse, en 1983 la reserva de regularización re-

presentaba el 27,2 por 100 del total de recursos propios de las cajas de ahorros, mientras que en 1989 representan tan sólo el 5,7 por 100 de ese total.

La exposición precedente pone en evidencia que la actualización del valor de los activos reales puede significar cambios importantes en el nivel de fondos propios de las empresas. Habida cuenta de las limitaciones que se advierten en los medios puestos a disposición de las cajas de ahorros para que amplien sus fondos propios (deuda subordinada y cuotas participativas) parece importante explorar con mayor detalle las posibilidades que se abren para estas entidades de crédito con la actualización sistemática del valor de sus activos reales. Este será el contenido del resto del trabajo.

METODOLOGIA DE ACTUALIZACION DEL VALOR DE LOS ACTIVOS REALES

La actualización del valor de los activos reales mantenidos por las empresas tiene por objeto ajustar el precio a que esos activos aparecen en el balance para aproximarlos a un precio corriente o de reposición. Puesto que los principios contables generalmente aceptados valoran los recursos de capital de las empresas a precios históricos o de adquisición, en presencia de tendencias alcistas en los precios, las cifras de balance quedan rápidamente desfasadas en relación a los precios que deben pagarse por adquirir estos activos como nuevos. Este desfase significa, además, que activos comprados en diferentes momentos en el tiempo, a precios nominales diferentes, se agregan para llegar a una cifra sobre el valor monetario de todos los activos de la empresa. Aunque aparentemente la

agregación se realiza sobre unidades monetarias, pesetas, que sugieren una homogeneidad entre las partidas, la agregación se realiza verdaderamente sobre partidas muy heterogéneas, ya que las unidades monetarias de cada año tienen un valor real distinto, en términos de unidades físicas de bienes de capital que representan. El resultado final es que las partidas de activos a precios de adquisición que se agregan en un balance son escasamente informativas sobre cualquier cuestión que se desee plantear en torno a ellas (1).

La escasa relevancia económica de la información contable, a precios históricos, contenida en los estados financieros de las empresas plantea una nueva discusión acerca de la validez de dichos estados contables para la regulación de las entidades de crédito. Pero nuestros propósitos se concretan aquí en una parte de las cuentas contenidas en los estados financieros, las que tienen que ver con los activos reales. ¿Cuál es el valor relevante de los activos reales a efectos de análisis de la situación general de una empresa? La respuesta es compleja, pero si contemplamos a esta empresa como negocio en marcha que mantiene, al menos, su capacidad productiva, la valoración recomendable para sus activos es el valor corriente o de reposición, entendido como el desembolso que debería hacerse en un momento determinado para reponer la capacidad productiva real que esos activos representan. El valor de reposición no significa valor de reproducción (adquirir idénticos activos), sino el de adquisición de la misma capacidad productiva con los activos disponibles en el mercado. La diferencia entre valores de reproducción y de reposición radica en el progreso técnico que, presumiblemente, se incorporará a los bienes de capital a lo largo del tiempo. El valor de reposición de los activos, para una empresa en marcha, representa el coste de oportunidad de los mismos, dado que si se le privara de ellos sería lo que pagaría por conseguir replicar el flujo de producción y renta que se asocia con los activos empleados.

La estimación del valor de reposición de los activos de una empresa resulta compleja de realizar, especialmente si sólo se dispone de la información que aparece en los estados contables. A continuación, se describe un método de cálculo habitual en estudios empíricos, donde se requiere disponer de valores de los activos a precios de reposición. El *stock* de unidades de servicio de capital productivo disponibles por una empresa en el instante t será el resultado de un proceso de acumulación a través de la inversión en activos nuevos, y de un

proceso de depreciación económica que se supone ocurre a una tasa exponencial constante δ ; en la tasa δ estará incluida la depreciación por progreso técnico en los bienes de capital. Si I_s representa las unidades de servicio de capital físico que se incorporan al *stock* en el período s , el número de unidades de servicio productivo todavía disponibles en $t > s$ será $I_s (1 - \delta)^{t-s}$. Por tanto, el *stock* de servicios de capital que tendrá a su disposición la empresa en t será la suma de los servicios disponibles correspondientes a las inversiones anteriores, K_t .

$$K_t = \sum_{s=-\infty}^t I_s (1 - \delta)^{t-s}$$

Esta expresión puede escribirse como

$$K_t = I_t + \sum_{s=-\infty}^{t-1} I_s (1 - \delta)^{t-s}$$

Ahora bien, sabemos que

$$K_{t-1} = \sum_{s=-\infty}^{t-1} I_s (1 - \delta)^{t-1-s}$$

por tanto,

$$\sum_{s=-\infty}^{t-1} I_s (1 - \delta)^{t-s} = (1 - \delta) K_{t-1}$$

Finalmente,

$$K_t = I_t + (1 - \delta) K_{t-1} \quad [1]$$

Es decir, el *stock* de servicios de capital disponibles en t es igual a la inversión productiva nueva en t , I_t , más el *stock* inicial neto de la depreciación económica, $K_{t-1} (1 - \delta)$.

Si P_t es el precio de una unidad de servicio de capital en el período corriente t , el precio de reposición de las unidades de servicio de capital disponibles será

$$P_t K_t = P_t K_{t-1} (1 - \delta) + P_t I_t \quad [2]$$

Aplicación a los activos reales de las cajas de ahorros

La actualización del valor de los activos reales de las cajas de ahorros españolas se realiza aplicando sucesivamente la fórmula que aparece en la ecuación [2] adaptada a los datos disponibles.

El balance de las cajas de ahorros reconoce dos tipos de activos reales: edificios y mobiliario e instalaciones, los cuales aparecen en el balance expresados en valores netos, es decir, precio de ad-

CUADRO N.º 2

VALORES CONTABLES Y AJUSTADOS DE LOS ACTIVOS REALES: CAJAS DE AHORROS, 1983-1989

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Edificios							
Valor neto contable	420,00	431,40	432,00	429,00	430,70	475,50	513,30
Valor neto actualizado	420,00	467,70	501,00	515,00	529,20	595,50	674,10
Valor actualizado/valor contable	1,00	1,08	1,16	1,20	1,23	1,25	1,31
Mobiliario e instalaciones							
Valor neto contable	116,10	134,20	160,90	173,10	197,00	229,10	278,60
Valor neto actualizado	116,10	147,80	187,40	208,30	245,00	289,10	351,30
Valor actualizado/valor contable	1,00	1,10	1,16	1,20	1,24	1,26	1,26
Edificios + mobiliario e instalaciones							
Valor neto contable	436,10	565,60	592,90	602,80	627,70	704,50	791,90
Valor neto actualizado	436,10	615,50	688,40	723,30	774,20	884,60	1.025,40
Valor actualizado/valor contable	1,00	1,09	1,16	1,20	1,23	1,26	1,29

Fuente: Elaboración propia; ver *Apéndice*.

quisición menos la amortización contable aplicada hasta la fecha. El primer supuesto que se ha hecho es considerar que el valor neto contable de estos activos que aparece en el balance en 1983 coincide con el valor de reposición para ese período; el supuesto se fundamenta en que 1983 fue el último año en que se permitió una regularización fiscal para las empresas españolas.

Puesto que las cifras contables disponibles aparecen en valores monetarios, la aplicación de [2] requiere sustituir los precios absolutos de los activos por índices de precios P_t/P_{t-1} . Por tanto

$$KM_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} KM_{t-1} (1 - \delta) + IM_t \quad [2']$$

donde la «M» se añade para indicar valores monetarios. Los índices de precios elegidos son los correspondientes a costes de construcción (edificación) para edificios, y maquinaria y bienes de equipo para mobiliario e instalaciones, según aparecen publicados en el *Boletín Estadístico* del Banco de España.

La tasa de depreciación económica δ se ha tomado de Hulten y Wykoff (1981), donde se publican cifras estimadas para Estados Unidos. El valor de δ para edificios es 0,0247 (edificios comerciales en Hulten y Wykoff), mientras que δ para mobiliario e instalaciones se supone igual a 0,15 (media simple de mobiliario, material de oficina y computadoras, equipos eléctricos y aparatos, en los mismos autores).

El último dato necesario para la aplicación de la fórmula [2'] es la inversión monetaria, IM_t . Puesto que no se dispone de información directa sobre esta variable, ha sido necesario calcularla. El cálculo se ha realizado del siguiente modo:

$$IM_t = HN_t - HN_{t-1} + DA_t$$

donde HN_t es el valor histórico neto del activo real según aparece en el balance consolidado de las cajas de ahorros, y DA_t es la dotación a amortizaciones del ejercicio incluida en la cuenta de resultados (2). Puesto que la cifra de amortizaciones no aparece desagregada por activo, para estimar qué parte de ella corresponde a edificios y qué parte a mobiliario e instalaciones, la cifra total se ha repartido de forma inversamente proporcional a la vida útil estimada para cada clase de activo (15 por 100 para edificios y 85 por 100 para mobiliario e instalaciones).

Todos los datos necesarios para realizar los cálculos se han extraído de los *boletines estadísticos y económicos* del Banco de España.

RESULTADOS DE LA ACTUALIZACION

Los primeros resultados obtenidos de aplicar la metodología descrita se resumen en el cuadro número 2, donde se muestra el valor contable, el valor actualizado a precios de reposición y la relación entre ambos para edificios, mobiliario e insta-

CUADRO N.º 3

RECURSOS PROPIOS CONTABLES Y AJUSTADOS: CAJAS DE AHORROS, 1983-1989

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Fondos de dotación más otras reservas	250,3	299,9	418,3	507,1	636,9	771,0	871,1
Reserva de regularización	162,5	207,7	206,0	232,4	211,4	273,1	318,4
Cifras contables	162,5	157,8	117,5	111,9	64,5	93,1	84,9
Ajuste actualización	0,0	49,9	88,5	120,5	146,9	180,0	233,5
Otras cuentas de capital	185,6	262,3	305,2	345,1	415,3	456,5	536,4
Recursos propios ajustados	598,4	769,9	929,5	1.084,6	1.263,6	1.500,6	1.725,9
Recursos propios contables	598,4	720,1	841,0	964,1	1.116,1	1.320,7	1.492,4
Recursos propios ajustados	1,0	1,069	1,105	1,125	1,132	1,136	1,156
Recursos propios contables							

Fuente: Elaboración propia.

laciones, y el total de activos reales desde 1983 a 1989. Las cifras del cuadro indican que el valor de reposición de los edificios en 1989 es, según las estimaciones, un 31 por 100 mayor que su valor contable, mientras que el desfase entre el valor de reposición y el valor contable del mobiliario y las instalaciones es del 26 por 100 en ese mismo año. Para el total de activos reales, la diferencia es del 29 por 100. Aunque estas diferencias son importantes, lo primero que debe advertirse es que en ellas no se refleja un simple ajuste en el valor de los activos por cambios en el nivel de precios entre 1989 y 1983. En efecto, las cifras de índices de precios que se muestran en el *Apéndice* indican que los precios de edificios en 1989 son un 50 por 100 mayores que los precios en 1983, mientras que, para los mismos años, los precios de bienes de equipo e instalaciones aumentan en un 43 por 100. El cálculo del precio de reposición de los activos se ajusta a la edad media de los activos, afectada por el ritmo de nuevas inversiones, y a la diferencia entre la amortización contable y la depreciación económica, aproximadamente igual a un punto porcentual (3).

El ajuste del valor de los activos reales se traslada a una reserva de regularización, la cual se incorpora al conjunto de cuentas de capital, fondos propios, de la empresa. En el cuadro n.º 3 se analiza cuál es el impacto, en la evolución de la cifra de fondos propios de las cajas de ahorros, de la actualización en el valor de los activos reales. Se constata, en primer lugar, que la actualización del valor de estos activos a precios de reposición mantiene la impor-

tancia relativa de la reserva de regularización, sobre el total de fondos propios, a un nivel más próximo al que tenía en 1983: en 1989, la reserva de regularización, en el balance ajustado, representaría el 18,5 por 100 de los fondos propios, mientras que en 1983 representaba el 27 por 100; en el balance contable, la reserva de regularización de 1989 representa sólo el 5,7 por 100. La modificación al alza de la reserva de regularización tras el ajuste repercute en el nivel de recursos propios, que en 1989 sería un 15,6 por 100 superior al de los recursos propios contabilizados. Es decir, el 29 por 100 de la revalorización de los activos reales se traduce en un 15,6 por 100 de aumento en los recursos propios de 1989; la diferencia entre estas dos cifras porcentuales se explica porque los activos reales representan aproximadamente la mitad de los recursos propios de las cajas de ahorros.

La segunda valoración del ajuste realizado se hará en términos de su impacto sobre la solvencia de las entidades financieras y/o sobre el potencial de crecimiento a través de la captación de pasivos ajenos. Con este fin, se elabora el cuadro n.º 4. La solvencia se expresa como el cociente entre recursos propios y recursos ajenos, o bien, de forma equivalente, por el cociente entre recursos propios y pasivo total menos recursos propios y menos obra social. Si pensamos en la caja de ahorros representativa que está reflejada en los datos consolidados, la actualización a precios de reposición de los activos reales representa la mejora en un punto porcentual del coeficiente de solvencia prácticamente a lo largo de todo el período estudiado.

CUADRO N.º 4

RATIOS DE SOLVENCIA: CIFRAS CONTABLES Y AJUSTADAS
(En porcentajes)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Pasivos ajenos/recursos propios							
Cifras contables	7,23	7,62	7,58	7,31	7,55	7,44	7,18
Cifras ajustadas	7,23	8,15	8,37	8,24	8,54	8,45	8,30
Diferencia relativa	0,00	6,90	10,40	12,70	13,10	18,60	15,60

Fuente: Elaboración propia.

Es decir, los recursos propios pasarían de representar en torno a un 7,3 por 100 de los pasivos ajenos, según las cifras contables, a aproximadamente el 8,3 por 100 si se utilizaran en el cálculo las cifras ajustadas.

El aumento en el coeficiente de solvencia refleja la mejor cobertura de los riesgos para los pasivos ajenos existentes que se deriva de la actualización del valor de los activos reales. Si se desea mantener el nivel de solvencia en la cifra que se obtiene con los datos contables, la actualización del valor de los activos reales significa aumentar el potencial de crecimiento de las cajas de ahorros a través de la captación de un mayor volumen de pasivos ajenos. Este potencial de crecimiento es, en este supuesto, igual al aumento en el volumen de fondos propios a que da lugar la actualización. Es decir, en 1989, los fondos propios ajustados permitirían soportar un 15,6 por 100 más de pasivos ajenos que los que realmente existen en el balance, manteniendo el coeficiente de solvencia en el mismo valor que se estima a partir de las cifras contables sin ajuste alguno.

VALOR DE REPOSICION Y RENTABILIDAD DEL CAPITAL

El análisis económico de la información contable no sólo cuestiona los criterios utilizados en la valoración de las partidas que aparecen en los estados financieros, sino también el cálculo del beneficio y/o la rentabilidad de la inversión obtenidos a partir de los mismos. La valoración de los activos reales a precios de reposición nos aproxima a una estimación alternativa de la rentabilidad del capital para el colectivo de cajas de ahorros que, como se demuestra en otra parte (4), está exenta, al menos

parcialmente, de algunas de las limitaciones que se atribuyen a las estimaciones de la rentabilidad a partir de los estados contables sin ajustar.

La fórmula propuesta para el cálculo de la rentabilidad de las cajas de ahorros se expresa por,

$$RAR_t = \frac{BC_t - (DE_t - AC_t) + PVRAR_t - \rho_t FPA_{t-1}}{(1 + \rho_t) FPA_{t-1}}$$

donde,

- RAR_t = Rentabilidad ajustada real en el año t.
- BC_t = Beneficio contable en el año t.
- DE_t = Depreciación económica en el año t.
- AC_t = Amortización contable en el año t.
- $PVRAR_t$ = Plusvalía por revalorización de activos reales en t.
- ρ_t = Tasa de inflación, variación del IPC, en el año t.
- FPA_{t-1} = Fondos propios ajustados al final del año t - 1.

El numerador aproxima el beneficio de las empresas a una medida de beneficio económico residual, antes de imputar un coste de oportunidad financiera a los fondos propios. En su cálculo, se tiene en cuenta la posible diferencia entre depreciación económica y amortización contable, la plusvalía por la revalorización de los activos reales y la minusvalía por la pérdida de poder adquisitivo que produce la inflación en los recursos propios mantenidos por las empresas. Junto a los activos reales y los fondos propios, las entidades financieras poseen activos monetarios y pasivos ajenos, también monetarios. La estimación del beneficio supone, por tanto, que los efectos de la inflación sobre estos activos y pasivos están recogidos en los intereses cobrados por los activos financieros y en los intereses pagados por los pasivos ajenos, todos ellos calculados a partir de tipos nominales que

anticipan perfectamente la inflación de cada período.

La cifra de fondos propios que aparece en la expresión de la rentabilidad es la cifra de fondos propios ajustada, una vez incorporada en ella la reserva de actualización. Bajo el supuesto de que los activos monetarios y los pasivos ajenos estén correctamente valorados a precios corrientes, la cifra ajustada de recursos propios está expresada, a su vez, a precios corrientes; es decir, refleja el valor neto de la empresa a precios del final de cada año a que se refiere el balance ajustado. Para el cálculo de la rentabilidad, los fondos propios ajustados al principio del período se expresan en pesetas de poder adquisitivo del final del período, puesto que la rentabilidad está referida a ese momento en el tiempo.

La cifra de rentabilidad resultante de la aplicación de la fórmula anterior es un valor real; es decir, en ella se hallan descontados ya los efectos de la inflación del período. Para compararla con la medida de rentabilidad obtenida a partir de los datos contables sin ajustar, es preciso tener en cuenta esta circunstancia. En su trabajo sobre los beneficios de la banca, Martínez Méndez (1991) propone como medida de rentabilidad real, calculada a partir de datos contables, la siguiente expresión, adaptada a los supuestos realizados en este trabajo,

$$RCR_t = \frac{1 + RC_t}{1 + \rho_t} - 1 = \frac{RC_t - \rho_t}{1 + \rho_t}$$

donde, RCR_t es la rentabilidad contable real en t , y RC_t es la rentabilidad estimada como tasa nominal,

$$RC_t = \frac{BC_t}{FPC_{t-1}}$$

siendo FPC_{t-1} los recursos propios contables al principio del período.

Comparando las dos expresiones, se comprueba que coincidirán cuando la depreciación económica sea igual a la amortización contable, la plusvalía por revalorización de los activos reales sea cero y los fondos propios contables coincidan con los ajustados. Con tasas de variación positivas en los niveles generales de precios y en los precios de activos específicos, las diferencias entre ambas medidas de rentabilidad real pueden ser sustanciales. Para comprobarlo, aplicamos ambas fórmulas a los datos disponibles para el conjunto de cajas de ahorros durante los años 1984-1989. Los

CUADRO N.º 5

ESTIMACIONES DE LA RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS. CAJAS DE AHORROS, 1984-1989 (En porcentajes)

A ñ o s	Rentabilidad contable nominal (RC _t)	Rentabilidad contable deflactada (RCR _t)	Rentabilidad ajustada real (RAR _t)
1984	16,3	4,5	11,6
1985	16,1	6,7	9,9
1986	14,6	5,3	6,5
1987	20,0	14,1	13,6
1988	12,0	6,9	7,7
1989	17,1	9,6	10,7
Promedio 1984-86.	15,7	5,5	9,3
Promedio 1987-89.	16,4	10,2	10,7
Variación	4,4	85,5	15,1

Fuente: Elaboración propia.

resultados de las estimaciones se muestran en el cuadro n.º 5.

La primera columna muestra la rentabilidad nominal calculada a partir de datos contables sin ajustar. Como puede comprobarse, la evolución de esta rentabilidad no muestra apenas tendencia alguna. Durante los primeros años (1984-86), los fondos propios son relativamente altos, puesto que en ellos tiene todavía un peso elevado el impacto de la regularización llevada a cabo en 1983. El beneficio contable del numerador está «inflado» por los beneficios nominales, que generan unas tasas de inflación moderadamente altas. En el subperíodo siguiente, la inflación se modera, y su impacto sobre el beneficio nominal también; al mismo tiempo, la reserva de regularización pierde importancia relativa y los recursos propios se devalúan en términos reales, comparados con su valor regularizado. El descenso en los valores de numerador y denominador mantiene el valor del cociente en el tiempo.

En la segunda columna, se muestra la rentabilidad contable deflactada por la inflación; sus valores en el subperíodo 1984-1986 se ven penalizados, porque se deflacta por la inflación la base de fondos propios, que se aproxima a su valor corriente debido al peso de la reciente regularización. Después de 1986, el valor contable de los fondos propios se aleja de su valor corriente y la rentabilidad real se

eleva sensiblemente con respecto al subperíodo precedente.

Por último, la rentabilidad ajustada real utiliza sistemáticamente valores corrientes, tanto en el numerador como en el denominador, y por ello las cifras estimadas no reflejan las oscilaciones en la valoración de los recursos. Las dos columnas que tratan de aproximar tasas reales son la segunda y la tercera; por tanto, en principio, son las más comparables. A partir de las cifras de la segunda, la tasa de rentabilidad en el subperíodo 1987-1989 sería casi el doble del valor medio en el subperíodo precedente. La rentabilidad ajustada, en cambio, apenas observa variaciones en la rentabilidad en los dos subperíodos (5). Las discrepancias en torno a las conclusiones sobre la evolución de la rentabilidad del capital de las cajas de ahorros, según el procedimiento de cálculo utilizado, son muy sustanciales. La valoración a precios de reposición de los activos reales puede contribuir, además de a proporcionar una valoración de mayor significado económico de los fondos propios de la empresa, a una estimación de la rentabilidad de la inversión menos sesgada por los efectos de las variaciones en los precios nominales.

CONSIDERACIONES FINALES

La actualización del valor de los activos reales del balance de las empresas acostumbra a debatirse en el marco de la fiscalidad que soportan estas empresas y los agentes económicos en general. Existe, no obstante, otra perspectiva alternativa para el debate en torno a la valoración de los activos y pasivos de las empresas: la de aproximarse a valores o precios que estén en consonancia con los análisis económicos que se desea realizar a partir de ellos. Bajo este nuevo marco de reflexión, existe un amplio consenso en que el criterio de valoración a precios históricos o de adquisición que se impone desde los principios contables establecidos tiene una escasa o nula utilidad para la mayor parte de los análisis y las decisiones económicas que afectan a la empresa o a los agentes en torno a ella (Edwards, Kay y Mayer, 1990). Sin ignorar los problemas prácticos adicionales que puedan plantearse, el escaso interés de los datos contables a precios históricos abre la puerta a la discusión sobre criterios de valoración alternativos, más acordes con los principios económicos que inspiran las decisiones que se habrán de tomar en base a ellos. Dicho de otro modo, se abre un nuevo debate

sobre cómo armonizar la posible pérdida de objetividad y supuesta prudencia que implica abandonar el criterio de valoración a precios de adquisición con el mayor contenido informativo que se puede dar a las cuentas financieras de las empresas utilizando criterios de valoración alternativos.

El presente artículo se sitúa en las coordenadas del dilema planteado, abordando un aspecto parcial del mismo: la presentación y aplicación de una metodología para el cálculo del valor de reposición de los activos reales de las cajas de ahorros. El valor de reposición de un activo no es sólo el resultado de aplicar un coeficiente de ajuste, por cambios en los precios, a su valor de adquisición. Significa tener en cuenta el cambio tecnológico que se incorpora en el activo a lo largo del tiempo, disminuyendo el número de unidades de servicio que se necesitan del activo nuevo para mantener la misma capacidad productiva que con el viejo. En condiciones de estabilidad de precios, el valor de reposición será inferior al valor de adquisición, y en la ilustración presentada esta circunstancia se hubiera puesto de manifiesto a través de la depreciación económica estimada para los activos reales evaluados, superior a la amortización contable. La inflación de precios que ocurre durante el período estudiado enmascara el efecto del progreso técnico, que implícitamente se reconoce en la diferencia entre la depreciación y la amortización, y el precio final de reposición resulta superior al valor contabilizado.

Sin ánimo de resolver todos los problemas que plantea la valoración a precios corrientes o de reposición de los activos y pasivos bancarios, la ilustración presentada desea constituir un punto de partida hacia una discusión más amplia sobre los criterios bajo los cuales debe abordarse la regulación de la actividad bancaria. La elección de unos criterios u otros puede tener consecuencias muy distintas para el potencial de crecimiento de las entidades financieras, y especialmente de las cajas de ahorros, cuyas posibilidades iniciales de ampliar la base de fondos propios son más limitadas que en sus competidores, los bancos.

NOTAS

(1) Véase, por ejemplo EDWARDS, KAY y MAYER (1990).

(2) En la estimación de la inversión nueva de cada período no se han podido tener en cuenta los activos retirados por las empresas, al no disponerse de información sobre ellos. Las cifras resultantes serán, por tanto, una cota inferior a la inversión nueva que realmente se ha producido, coincidiendo únicamente si no se hubiera retirado o vendido ningún activo real durante el período. Las estimaciones del valor de reposición de los activos, resultantes de aplicar la metodología descrita, son, por tanto, conservadoras, al infravalorar la inversión nueva.

(3) El cociente entre la dotación a amortizaciones de cada ejercicio y los activos reales netos es aproximadamente igual a 6 por 100 en valor promedio para el período. La tasa δ para el conjunto de activos, igual a la suma ponderada de δ edificios = 0,0247 y δ mobiliario e instalaciones = 0,15, es 6,9 por 100, utilizando como ponderación la proporción de cada clase de activo sobre el total.

(4) SALAS (1991).

(5) MAÑAS (1990) sugiere utilizar la rentabilidad contable sin deflactar, argumentando que las plusvalías y minusvalías del numerador se cancelan. En nuestra fórmula, esto se cumpliría si la plusvalía por revalorización de activos fuera igual a la pérdida de poder adquisitivo de los fondos propios, lo cual no ocurre, según se comprueba en los cálculos de ambas que aparecen en el Apéndice. Por otra parte, la cifra contable de fondos propios que aparece en el denominador difiere de la ajustada, y por tanto no basta con asegurar que los numeradores sean iguales.

BIBLIOGRAFIA

- BANCO DE ESPAÑA, *Boletín Económico*, y *Boletín Estadístico*, varios años.
- EDWARDS, J.; KAY, J., y MAYER, C. (1990), *El análisis económico de la rentabilidad contable*, Alianza.
- HULTON, C., y WYKOFF, F. (1981), «The Measurement of Economic Depreciation», en Ch. HULTEN (ed), *Depreciation, inflation and the taxation of income from capital*, The Urban Institute.
- MAÑAS, L. (1990), «El sector bancario en el mercado único», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 44.
- MARTÍNEZ MÉNDEZ, P. (1991), *Los beneficios de la banca, 1978-1989*, Banco de España.
- SALAS FUMÁS, V. (1991), «Sobre la relación entre beneficio contable y económico», *Revista Española de Economía*, n.º 1.

APENDICE INFORMACION Y CALCULOS PREVIOS

INDICES DE PRECIOS (P.)

A ñ o	Coste de construcción (Edificación)	Bienes de equipo y maquinaria
1983	65,06	351,2
1984	71,90	384,0
1985	78,20	412,4
1986	82,00	433,8
1987	85,30	455,0
1988	90,00	478,4
1989	97,50	501,8

Fuente: Boletín Estadístico, Banco de España.

INVERSION NUEVA

(Valor contable_t - valor contable_{t-1} + dotación amortización)

Año inst.	Valor contable _t		Valor contable _{t-1}		Dotación amortización _t		Inversión	
	Edificios	Mob. inst.	Edificios	Mob. inst.	Edificios	Mob. inst.	Edificios	Mob.
1983	420,0	—	—	—	—	—	—	—
1984	431,4	134,2	420,0	116,1	3,6	21,8	15,0	39,9
1985	432,0	160,9	431,4	134,2	4,2	25,8	4,8	52,5
1986	429,7	173,1	432,0	160,9	4,7	28,5	2,4	40,7
1987	430,7	197,0	429,7	173,1	5,8	35,4	6,8	59,3
1988	475,4	229,1	430,7	197,0	6,3	38,1	51,0	70,2
1989	513,3	278,6	475,4	229,1	7,2	44,0	45,1	93,5

VALOR DE REPOSICION (Valor reposición $t - 1 (1 - \delta) \frac{P_t}{P_{t-1}} + inversión t$). EDIFICIOS: $\delta = 0,0247$

A ñ o	Valor reposición _{t-1}	(1 - δ)	P_t / P_{t-1}	Inversión t	Valor reposición t
1983	—	—	—	—	420,0
1984	420,0	0,9753	1,105	15,0	467,6
1985	407,6	0,9753	1,088	4,8	501,0
1986	501,0	0,9753	1,049	2,4	515,0
1987	515,0	0,9753	1,040	6,8	529,2
1988	529,2	0,9753	1,055	51,0	595,8
1989	595,5	0,9753	1,083	45,1	674,1

MOBILIARIO E INSTALACIONES: $\delta = 0,15$

A ñ o	Valor reposición _{t-1}	(1 - δ)	P_t / P_{t-1}	Inversión t	Valor reposición t
1983	—	—	—	—	116,1
1984	116,1	0,85	1,093	39,9	147,8
1985	147,8	0,85	1,074	52,5	187,4
1986	187,4	0,85	1,052	40,7	208,3
1987	208,3	0,85	1,049	59,3	245,0
1988	245,0	0,85	1,051	70,2	289,1
1989	289,1	0,85	1,049	93,5	351,3

CALCULO DE BENEFICIO AJUSTADO

Beneficio ajustado: $BA_t = BC_t - (ED_t - AC_t) + PVRA_t - \rho_t RP_{ajust. (t-1)}$

A ñ o	BC_t	Diferencia amortización (*)	$PVRA_t$	$\rho_t RP_{ajust. (t-1)}$	BA_t
1984	97,5	2,4	49,9	67,6	77,4
1985	115,8	3,8	38,6	67,8	82,8
1986	122,6	7,3	32,0	81,8	65,5
1987	188,6	2,8	26,0	56,4	155,7
1988	134,2	5,5	33,5	60,7	101,5
1989	226,5	6,9	53,5	102,0	171,1

(*) (δ_e Activo neto edificios_{t-1} + δ_m Activo neto mobiliario_{t-1} - dotación amortización contable).