

EL SISTEMA FINANCIERO EN LA RECUPERACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Si un eficiente sistema financiero se define como aquel capaz de captar ahorro en estimulantes condiciones de remuneración, liquidez y seguridad, al objeto de prestar a los demandantes de fondos los recursos así obtenidos en razonables condiciones de precio, cantidad y plazo, es explicable que —apoyándose en los supuestamente excesivos tipos de interés que practica el sistema y en la presunta escasez de fondos a largo plazo que pone éste a disposición de los inversores— no sean pocos los que opinen que nuestras instituciones financieras no cumplen el papel que sería deseable para el logro del objetivo de la competitividad, en el que debemos comprometernos todos. Es cierto que, en la mayoría de los análisis solventes, estas críticas vienen acompañadas de la dura censura a una política fiscal que desemboca en la necesidad de financiar con recurso al mercado el desbordado y creciente déficit público; por lo cual, el comportamiento de los intermediarios financieros dista mucho de ser autónomo en lo relativo a la cantidad y precio de los fondos que distribuyen. El propósito del presente artículo de **Rafael Termes Carreró** es analizar en qué medida son ciertas estas deficiencias, en qué parte son imputables a la gestión de las instituciones y en qué condiciones cabe esperar una mejora de lo que sea mejorable (*).

La presente crisis de la economía española

POCO importa que la caída del PIB haya sido del 1 por 100, como dice el INE, corrigiendo el menos pesimista 0,8 por 100 avanzado por el gobierno, o haya sido del 1,2 por 100, como calculan otros creíbles observadores. Lo cierto es que todo el mundo está de acuerdo en que 1993, en forma de un fuerte descenso del producto, cuya cuantificación negativa empezó ya en el tercer trimestre de 1992, ha sido, muy probablemente, el año de la fase final de un proceso de desaceleración,

que, a partir de 1987, año en que el PIB creció un 5,6 por 100, nos ha conducido en poco más de un lustro a la crisis más profunda que la economía española ha vivido en los últimos 45 años. Para encontrar un crecimiento negativo del PIB, hay que remontarse a 1981, año que, con un modesto -0,2 por 100, es el único de este signo que aparece en la serie desde 1965 por lo menos.

Exponer la génesis y las características de esta crisis no entra en los propósitos de este trabajo, principalmente porque tal tarea ha sido realizada en diversos y valiosos estudios, entre los que destacan los debidos al pro-

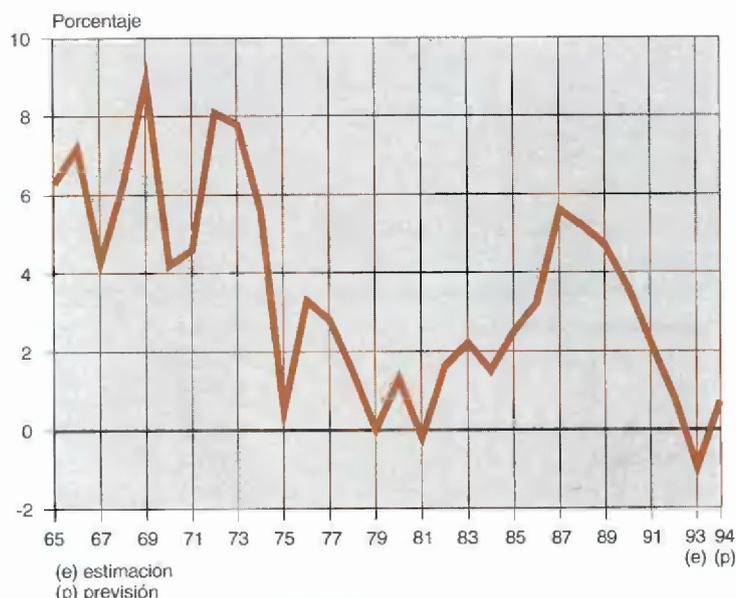
fesor Fuentes Quintana, a la luz de uno de cuyos más sugerentes enfoques, y al ritmo de la mejor técnica clínica, hemos tenido la satisfacción de reflexionar recientemente, sobre los síntomas, el diagnóstico y la terapéutica de la enfermedad que padece la economía española.

Así vemos que, si coincidente es el diagnóstico de los expertos sobre la crisis que todavía nos sacude, con la habitual excepción de las interesadas versiones de origen gubernamental, también lo es su convencimiento de que 1994, con un crecimiento ya positivo del PIB, no naturalmente del voluntarista 1,3 por 100, presagiado por el gobierno y algún que otro optimista, pero sí entre el 0,8 por 100 aventurado por la OCDE y el 0,40 por 100 estimado por un numeroso grupo de nuestros analistas internos independientes, 1994, digo, si la coyuntura europea ayuda y las políticas internas no lo estropean más de lo que han venido haciéndolo hasta ahora, puede haber sido el año en que hemos empezado a salir de la crisis, para dar paso, si ponemos los medios, a la consolidación de un modesto crecimiento en 1995.

Las recomendaciones para salir de la crisis

Pero esto no sucederá, evidentemente si, partiendo del convencimiento de que la actual crisis europea —y todavía más la española— es una crisis no coyuntural, sino estructural, no se adopta una política económica enfocada al logro de la competitividad de nuestro aparato productivo total. Este es el sentimiento de todos los observadores sensatos de nuestra realidad. Pero yo quiero añadir, antes de entrar en materia, que si preocupante es la si-

GRAFICO 1
TASA DE VARIACION ANUAL DEL PIB A PRECIOS
DE MERCADO
(Precios constantes de 1986)



tuación económica por la que atravesamos, para mí lo es mucho más la comprobación diaria del grado de envilecimiento de los valores morales en los que debería cimentarse nuestra sociedad. Espero que no se estimará improcedente que, aun versando mi disertación sobre un tema que puede parecer tan alejado de las preocupaciones que confieso, diga que por muy acertadas que resulten las reformas estructurales de que venimos hablando, en ausencia de una regeneración de los comportamientos individuales y colectivos no lograremos establecer una senda de crecimiento económico sano y duradero. Entiendo que no debemos ser éticamente correctos porque es útil para la sociedad que lo seamos, pero, como pensaba Locke, la utilidad es una consecuencia de la rectitud. Mientras no desarraigamos de nues-

tra sociedad los comportamientos egoístas, avariciosos, materialistas, hedonistas, disolutos, corruptos, prevaricantes; o, por lo menos, no desaparezca la aceptación social del éxito fraudulento y el aplauso del enriquecimiento rápido por caminos torcidos, difícilmente podremos esperar que sanen nuestros males económicos. La justicia, la honradez, la lealtad, la sinceridad, la confianza, la templanza, el cumplimiento de la palabra dada, la fortaleza, el desempeño fiel y eficaz del cometido profesional, el respeto a la dignidad del otro, todo esto son virtudes personales, pero la influencia del ejercicio de estas virtudes en el mundo de los negocios, y en las mismas relaciones sociales, es decisiva para la recuperación de la senda perdida.

Dicho esto que, por exigencias de mi conciencia, no podía dejar

de decir, y que, a mi entender, constituye un presupuesto para la acción, recordaré que dentro de las notas que, según el parecer de los expertos deben configurar la política de reformas estructurales, al lado de otras sin duda de mayor enjundia en las que, sin embargo, hoy no me detendré, figuran, con la casi unanimidad de pareceres, dos recomendaciones significativas. Por un lado, la liberalización de los servicios, a fin de que, gracias a la mayor competencia, prosiga la reducción del ritmo de crecimiento de los precios de este sector, todavía con características oligopólicas; y, por otro lado, la reforma de los mercados, singularmente el laboral y el financiero.

Intermediario calificado entre las unidades con capacidad de financiación y las unidades con necesidad de ella, al tiempo que prestador de cada vez más servicios, el sistema financiero aparece expresamente señalado, en casi todos los escenarios para la recuperación, como uno de los segmentos a los que, en esta lucha por la competitividad, hay que prestar especial atención.

Para centrar el marco en que mis reflexiones se moverán, me gustaría aportar algunas precisiones de carácter teórico, pidiendo perdón si reitero cosas demasiado sabidas.

El sistema financiero y sus tres patas

En un sistema financiero hay que distinguir las unidades a intermediar, las entidades intermediadoras y los instrumentos de intermediación. En cuanto a lo primero, gracias a la desagregación lograda por el Banco de España en los últimos tiempos, a

los efectos de seguimiento de los trasvases del ahorro, podemos trabajar, cosa que no ocurre en otros países, con cuatro grandes agrupaciones: las administraciones públicas, las empresas no financieras, las familias y las entidades financieras. El cometido de estas últimas entidades, al margen de generar su propio ahorro, consiste en intentar compensar los déficit y superávit de las restantes agrupaciones, intermediando finalmente con el resto del mundo el saldo neto resultante, que no es otra cosa que la necesidad o capacidad de financiación del país, reflejada en el déficit o superávit del sector exterior.

En cuanto a lo segundo —el número y diversificación de las entidades intermediadoras—, la situación existente en cada país constituye un indicador del desarrollo de su cultura financiera. En España, el progreso experimentado en los últimos treinta años ha sido enorme. Al tiempo que iba aumentando el número de las tradicionales entidades nacionales y extranjeras, desde que a éstas se les abrió la puerta en 1977, se han introducido entre nosotros, de forma acelerada, toda suerte instituciones menos convencionales, existentes desde hace décadas en los países más avanzados, así como las que la creatividad del mercado ha ido sucesivamente originando. Hoy puede afirmarse que no hay ninguna clase de entidad financiera que funcione en otras partes que no tenga su paralelo entre nosotros.

Lo mismo puede decirse en cuanto a la tercera pata del sistema, los instrumentos de intermediación. Desde aquellos no tan lejanos tiempos en que, bajo el imperio de «sota, caballo y rey», el ahorro debía elegir entre la

CUADRO N.º 1

CUENTAS FINANCIERAS DE LA NACION. AÑO 1992
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación por sectores
(Ahorro financiero neto)

	Miles de millones	Porcentaje PIB (*)
Administración central	-1.439,5	-2,45
Comunidades Autónomas	-700,2	-1,19
Administraciones locales	-110,4	-0,19
Seguridad Social	-363,2	-0,62
TOTAL ADMINISTRACIONES PUBLICAS.	-2.613,3	-4,45
EMPRESAS NO FINANCIERAS	-3.130,0	-5,33
EMPRESAS DE SEGUROS	-105,8	-0,19
Total sectores con necesidad	-5.849,1	-9,97
INSTITUCIONES DE CREDITO	1.006,8	1,72
FAMILIAS (1)	2.905,2	4,95
Total sectores con capacidad	3.912,0	6,67
TOTAL NACION	1.937,1	3,30
RESTO DEL MUNDO	1.937,1	3,30

(*) Pro-memoria: PIB a precios de mercado 58.677,2 miles de millones.
(1) Incluye instituciones privadas sin fin de lucro (IPSFL).

cuenta corriente, la libreta de ahorro y la lámina, no endosable, de imposición a plazo; y el demandante de fondos se contentaba con la póliza de préstamo o crédito y el descuento de efectos, hasta el día de hoy, en que contamos con un abanico amplísimo de opciones, tanto en operaciones activas como pasivas, la transformación del sistema intermediador ha sido profunda, y además ha venido acompañada de una no menor ampliación de la gama de productos distintos de la intermediación directa de fondos. Es más, en algún campo, como puede ser la contratación de futuros en el mercado de productos derivados, el español, en cuanto al volumen, puede codearse satisfactoriamente con los más prestigiosos mercados europeos.

Contamos, pues, en España con un sistema que, tanto por la posibilidad de seguir los canales

de trasvase del ahorro financiero como por el número y clase de instituciones, como por la diversidad de instrumentos de intermediación, puede calificarse de desarrollado.

La eficiencia del sistema financiero

Ahora bien, está generalmente admitido, por lo menos por la corriente de pensamiento en que me hallo, que la captación y asignación de recursos por parte de un sistema financiero será tanto más eficiente cuanto más competencia exista entre instituciones y entre instrumentos de intermediación, lo cual equivale a decir cuanto más libre sea el sistema. Y el sistema será más libre cuanto más abiertas estén las puertas de acceso a la profesión, y, en mi opinión, cuanto menos protegidas estén también las de salida;

cuanto mayor sea la libertad de las instituciones para elegir sus ámbitos de actividad, es decir, cuanto menores sean las limitaciones que acoten lo que unas pueden hacer y no pueden hacer otras; cuanto mayor sea la libertad de las entidades para disponer a su gusto de los recursos captados, es decir, cuanto menor sea el intervencionismo estatal para asignar fondos a destinos concretos, determinados con criterios políticos; cuanto mayor sea, en suma, la libertad de las instituciones para elegir su propia vocación y destino, asumiendo plenamente las consecuencias de sus acciones.

Si esto es así, parece que pretender subsanar las deficiencias que, con razón o sin ella, se atribuyen al sistema financiero español, fijando desde el gobierno la cantidad, los plazos y los precios a que los intermediarios deben adjudicar los recursos de que disponen, señalando además, en méritos a un pretendido interés nacional, los sectores que preferentemente han de recibirlos, sería el peor de los caminos, si juzgamos por los resultados que tales políticas intervencionistas han dado en el pasado. Sin embargo, la tentación proteccionista es recurrente, y nunca faltan gentes que opinan que hay que tratar favorablemente, por disposición administrativa, a determinados grupos de demandantes de fondos.

Afortunadamente, la corriente proteccionista-intervencionista ha ido perdiendo peso en nuestro país, en consonancia con el movimiento mundial, para dejar paso a una tendencia liberalizadora a partir de los primeros años setenta. De forma que, si bien el proceso liberalizador ha sido lento, lleno de pautas, retrocesos y contradicciones, todavía no de-

saparecidas del todo, el actual sistema financiero español no tiene el menor parecido, en su conjunto, con el que imperaba hace 25 años.

El actual sistema financiero español

Hoy, la diversidad de entidades que componen nuestro sistema financiero, bajo la supervisión y control del Banco de España, pueden clasificarse, en un primer nivel, en dos grandes grupos: el sistema crediticio y las otras instituciones financieras.

El sistema crediticio se compone de las entidades de depósito, de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado y del crédito oficial. Las entidades de depósito son los bancos, las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito. Las entidades de crédito de ámbito operativo limitado son las sociedades mediadoras del mercado del dinero, las entidades de arrendamiento financiero o *leasing*, las sociedades de crédito hipotecario y las entidades de financiación y *factoring*. El crédito oficial comprende, amén del Instituto de Crédito Oficial, los bancos oficiales especializados, hoy englobados, con la Caja Postal, en la Corporación Bancaria de España.

En el grupo formado por las otras instituciones financieras están: primero, las instituciones de inversión colectiva, es decir, las distintas categorías de sociedades y fondos de inversión mobiliaria y las gestoras de carteras; segundo, las sociedades y agencias de bolsa y valores; tercero, las empresas privadas de seguros, las entidades de previsión social y los fondos de pensiones; y cuarto, el resto de intermediarios financieros constituido, esencial-

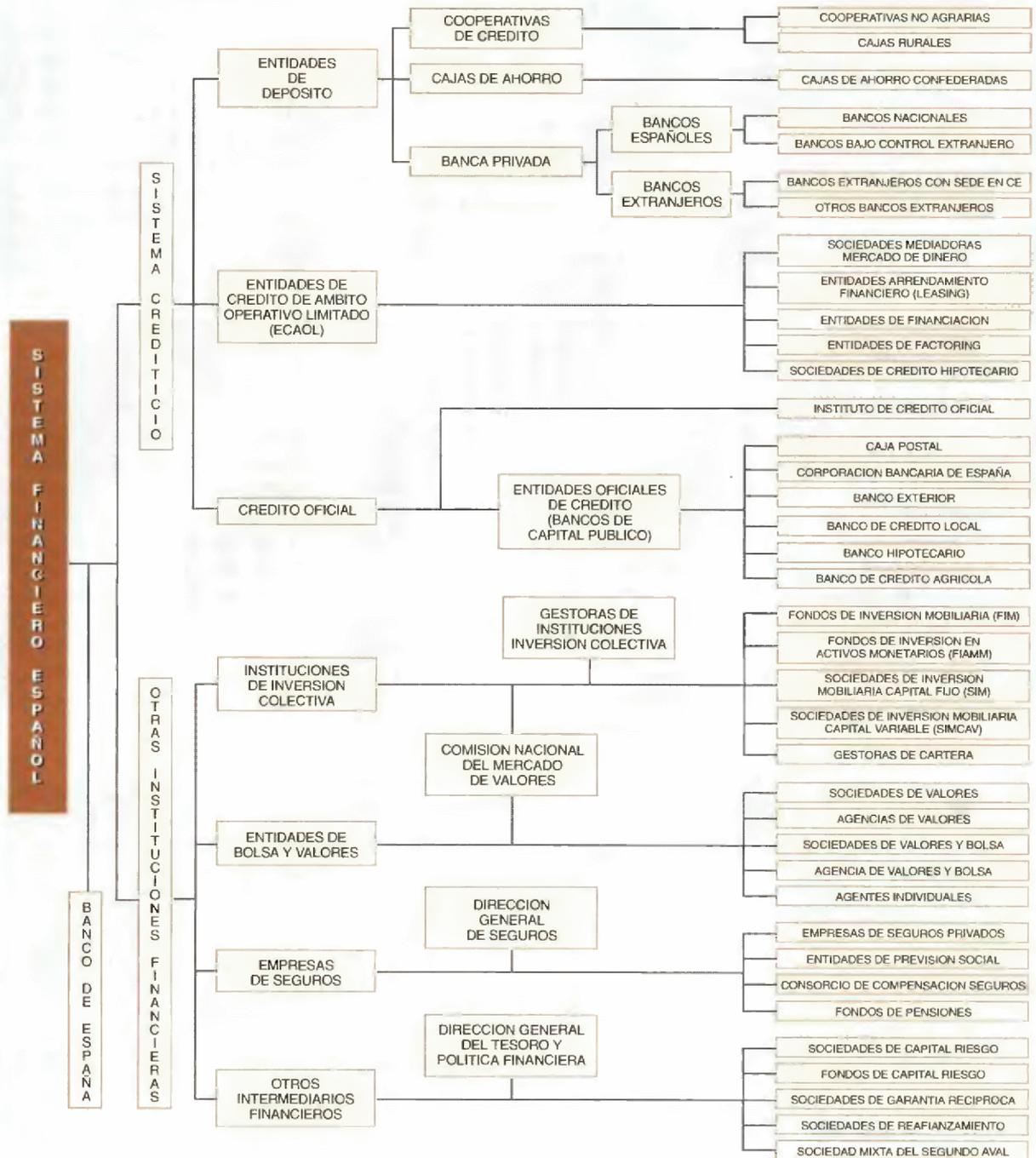
mente, por las sociedades y fondos de capital de riesgo y las sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento.

El sistema crediticio

En todo este conjunto, destaca, con singular importancia y hegemónico peso, el sistema crediticio, no sólo por lo que se refiere a su actividad directa en la captación y colocación del ahorro financiero, sino porque, además, las principales entidades del grupo que responde al nombre de «otras instituciones financieras», en la mayoría de los casos, son emanaciones del sistema crediticio o están vinculadas a empresas del mismo. Así sucede con los fondos de inversión mobiliaria, los fondos de pensiones y las sociedades de Bolsa, cuya capacidad para canalizar ahorro hacia la inversión empresarial, a través del mercado de valores es indudable. Lo mismo ocurre con las emisoras de tarjetas de crédito y las empresas privadas de seguros, a pesar de que, de acuerdo con la actual normativa, todavía no se consoliden sus balances.

Al 31 de diciembre de 1993, en el total del balance del sistema crediticio, incluido el Banco de España, las entidades de depósito pesan cerca del 80 por 100, el Banco de España, algo más del 10 por 100, el crédito oficial poco más del 6 por 100 y las entidades de crédito de ámbito limitado no llegan al 3,5 por 100. Los porcentajes de participación de las entidades de depósito —bancos, cajas y cooperativas— aumentan todavía más si del total del balance se pasa a las rúbricas que, a los fines de estas reflexiones, especialmente interesan; es decir, los depósitos de clientes, renglón en el cual la

**ESQUEMA 1
EL ACTUAL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL**



CUADRO N.º 2

SISTEMA CREDITICIO. BALANCE AL 31 DE DICIEMBRE DE 1993
(Partidas más significativas) (*)

	TOTAL			BANCO DE ESPAÑA		ENTIDADES DE DEPOSITO		ECAOL		CREDITO OFICIAL	
	Miles de millones	Miles de millones	Porcentaje	Miles de millones	Porcentaje	Miles de millones	Porcentaje	Miles de millones	Porcentaje	Miles de millones	Porcentaje
ACTIVO											
Administraciones públicas	15.862,9	-524,9	-3,31	14.710,5	92,74	65,6	0,41	1.611,7	10,16		
Otros sectores restantes. Créditos	43.679,6	17,2	0,04	37.611,1	86,11	3.557,5	8,14	2.493,9	5,71		
Sector exterior	23.475,9	6.151,7	26,20	16.564,8	70,56	6,0	0,03	753,4	3,21		
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO.	129.455,2	13.611,2	10,51	103.496,9	79,95	4.213,6	3,25	8.133,5	6,28		
PASIVO											
Administraciones públicas	4.144,4	193,0	4,66	2.672,3	64,48	11,6	0,28	1.267,6	30,59		
Otros sectores residentes	61.345,9	6.643,3	10,83	51.753,3	84,36	714,3	1,16	2.229,5	3,63		
Efectivo en manos del público	6.514,0	6.514,0	100,00	—	—	—	—	—	—		
Depósitos	41.502,7	93,0	0,22	41.106,4	99,05	153,9	0,37	149,4	0,36		
Cesión temporal de activos	8.699,4	—	-0,00	8.605,9	98,93	54,2	0,62	39,3	0,45		
Sector exterior	13.107,7	65,7	0,50	12.417,9	94,74	78,5	0,60	545,5	4,16		

(*) Las partidas seleccionadas (en negritas) no suman, naturalmente, el total.

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

CUADRO N.º 3

FINANCIACION AL SECTOR PRIVADO
Créditos y valores al 30 de septiembre de 1993

	Miles de millones	Porcentaje
Bancos	23.335,1	48,43
Cajas de ahorros	14.866,4	30,85
Crédito oficial	2.563,5	5,32
Pagarés de empresa	2.281,7	4,74
Leasing	1.744,5	3,62
Cooperativas de crédito	1.319,5	2,74
Financiación y factoring	1.238,7	2,67
Sociedades de crédito hipotecario	798,6	1,66
Banco de España	34,0	0,07
SMMD	4,3	0,01
TOTAL	48.186,3	100,00

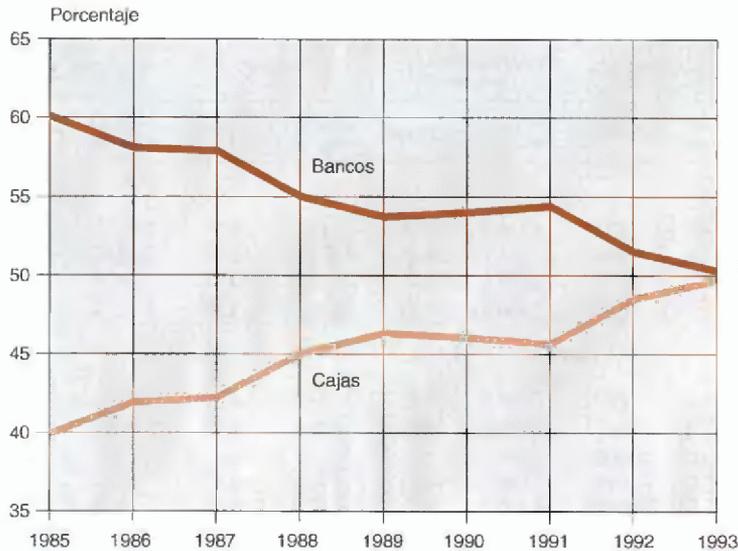
ñola de lo que en otros mercados se llama «papel comercial», y cuyo peso se ha hecho significativo desde 1990—, puede verse, con los datos homogéneos más recientes disponibles, que, en cifras redondas, bancos y cajas aportan, en crédito y adquisición de valores, el 80 por 100; el crédito oficial, algo más del 5 por 100; los pagarés de empresa, casi otro 5 por 100; el *leasing*, poco más del 3,5 por 100; las cooperativas de crédito no llegan al 3 por 100; las sociedades de financiación y *factoring*, el 2,5 por 100, y las sociedades de crédito hipotecario, el 1,5 por 100.

Parece, pues, razonable que, sin despreciar el papel desempeñado por las restantes entidades en actividades específicas, a la hora de ver las condiciones de cantidad, plazo y precio en que el sector privado recibe la financiación desde el sistema, basta-

cuota de las entidades de depósito rebasa el 99 por 100, y el crédito al sector privado, donde la participación de bancos, cajas y cooperativas rebasa el 86 por 100.

Aplicando el criterio del crédito al sector privado a todas las entidades del sistema no sólo crediticio sino financiero, incluidos los pagarés de empresas en manos del público —versión espa-

GRAFICO 2
EVOLUCION CUOTA MERCADO DEPOSITOS



Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

tema crediticio es la escasez de fondos, en especial de fondos a largo plazo, que pone a disposición de la economía. En cuanto a la cuantía es evidente que, salvo indeseables expansiones del crédito, propiciadas por un aumento desmesurado de la base monetaria regulada por el Banco de España, las entidades de depósito sólo pueden prestar los recursos que el ahorro financiero pone a su disposición. En la medida que la propensión al ahorro de las familias aumente y en la medida que este ahorro se materialice en activos financieros del público, mayores serán los fondos disponibles para ser canalizados por bancos y cajas.

Los fondos de pensiones

A este respecto es interesante tener en cuenta que una de las formas de ahorro de las personas físicas que puede adquirir gran relieve es la dotación a los fondos de pensiones que constituyen en los países desarrollados una de las fuentes más importantes de financiación de las empresas. Los todavía escuálidos y nada fiscalmente incentivados fondos de pensiones privados españoles no pueden evidentemente desempeñar este papel. Pero entiendo que una de las reformas más necesarias de nuestra economía es la transformación de la seguridad social estatificada en un sistema privado de fondos de pensiones de capitalización, en la forma que, apoyándome en el modelo y la satisfactoria experiencia chilena, expuse en la Academia de Ciencias Morales y Políticas en las sesiones de 1993.

Según datos muy recientes, en Chile, el 90 por 100 de la población laboral participa voluntariamente en un sistema basado en la libre elección de las gestoras

rá analizar el comportamiento de cajas y bancos. Esto, que es lo que me propongo hacer, es además razonable porque las diferencias entre bancos y cajas, dejando aparte la naturaleza de sus respectivos patrimonios, son cada vez menores. Por otra parte, la fuerte expansión de las cajas en los tiempos recientes ha hecho que las cuotas de bancos y cajas en el mercado de depósitos de las dos instituciones, que estaban separadas por 20 puntos, en la proporción de 60 a 40 en 1985, se hayan prácticamente igualado al 50 por 100, con datos a noviembre de 1993. Según algunos avances, es incluso posible que en enero de 1994, a consecuencia de la huida de depósitos de Banesto, la cuota de las cajas haya superado la de los bancos. En cuanto al crédito, el reparto todavía se hace en la proporción de 60 a 40. Esta disparidad entre las cuotas de depó-

sitos y la de créditos se explica por el papel prestador en el mercado interbancario asumido por las cajas de ahorros. De los recursos captados, las cajas facilitan una cantidad importante a los bancos, en vez de prestarla a sus clientes, lo cual responde a la naturaleza de su clientela, principalmente, familiar.

Entiendo pues que, aun con un análisis limitado a bancos y cajas, podremos llegar a alguna conclusión válida sobre la discutida eficiencia del sistema, y en el caso de que se pongan de manifiesto determinadas deficiencias, como sin duda ocurrirá, ver cuáles son los caminos para corregirlas.

La cuantía de los fondos prestados

Como he dejado dicho, una de las críticas que se hacen al sis-

y los fondos administrados por ellas ascienden a más de 15.000 millones de dólares, equivalentes al 36 por 100 del PIB chileno, porcentaje que se espera alcance el 80 por 100 para fines de siglo.

Pienso que en España los fondos de pensiones animados por bancos y cajas, compitiendo libremente entre sí, y ofreciendo la garantía de su solvencia y profesionalidad asegurarían, por un lado, el cumplimiento de las prestaciones comprometidas y, por otro lado, serían una fuente de financiación empresarial.

La estructura de financiación de las empresas privadas

De todas formas, es bueno ver qué representa, en la actual situación, la financiación bancaria, en cuanto a la cantidad y el plazo, dentro de la estructura de recursos de la empresa española. Con ayuda de la muestra de la Central de Balances del Banco de España correspondiente al ejercicio de 1992, último publicado, podemos observar que, prescindiendo de la financiación de proveedores y otros pasivos sin coste explícito, el endeudamiento remunerable de las empresas privadas españolas, excluido el sector eléctrico por sus especiales características, es del orden del 43 por 100. El otro 57 por 100 corresponde a los recursos propios. Del total de la financiación ajena explícitamente remunerable, el 45 por 100 son recursos a largo, es decir, a plazo superior a un año que es la frontera entre el corto y el largo señalada por el Plan Nacional Contable; el 55 por 100 es financiación a corto.

Naturalmente que pueden hallarse porcentajes de endeudamiento de las empresas espa-

ñolas más conformes con la sabiduría convencional. Basta introducir, en el total de la financiación, la otorgada a corto plazo por los proveedores y otros acreedores sin coste. Esta operación lleva el endeudamiento a más del 60 por 100 y, dentro de este 60, la financiación a largo pesaría poco más del 20 por 100. Pero este planteamiento no es el más correcto para el análisis de la rentabilidad de los activos empresariales, a fin de compararlos con el coste de los recursos empleados, ya que la financiación de proveedores y otros pasivos asimilables es una financiación en cierto modo espontánea, que surge como resultado de la propia actividad empresarial, en contraposición a los recursos crediticios que hay que negociar. La financiación otorgada por los proveedores durante el plazo de pago convenido, tiene ciertamente un coste, medible por la pérdida del descuento de pronto pago, pero en la práctica empresarial este coste no se considera como un coste financiero ya que los consumos se imputan al proceso al precio de factura. Por lo tanto, en mi opinión, que coincide con la práctica de la Central de Balances, el endeudamiento hay que calcularlo contando sólo con los recursos ajenos con coste explícito.

Procediendo de esta forma, el endeudamiento de las empresas que nos sirven de muestra era en 1992, como he dicho, del orden del 45 por 100.

La financiación bancaria y el largo plazo

Dentro de esta financiación ajena, alrededor del 65 por 100 procedía del sistema crediticio y, si

se prescinde del sector eléctrico donde la financiación bancaria a largo alcanza el 80 por 100, en el resto de empresas privadas el 40 por 100 de la financiación bancaria ha sido facilitada a largo plazo, sea vía crédito sea mediante la adquisición de valores de renta fija emitida por las empresas financiadas, amén de la adquisición por bancos y cajas de acciones y participaciones en los fondos propios de las mismas empresas.

Estos porcentajes vienen más que confirmados por los datos de bancos y cajas ya que, a finales del año pasado, del crédito vivo al sector privado, más del 60 por 100 había sido concedido a plazo superior al año y el 36 por 100 restante a más de 5 años. No parece, pues, que esté totalmente fundada la opinión corriente sobre la escasa disposición de la banca a prestar a largo plazo, máxime si se tiene en cuenta que, a pesar de que dentro de los débitos a clientes una parte no pequeña figura bajo la denominación de depósitos a plazo, la mayoría de estos depósitos son a plazo muy corto. Sumados estos depósitos a corto plazo con los débitos a la vista, resulta que entre el 60 y el 70 por 100 de los recursos de que disponen los bancos y cajas vencen a no más de 3 meses y otro 20 por 100 aproximadamente son depósitos de 3 meses a un año. Sólo un 15 por 100, aproximadamente, son depósitos a más de un año. Y es bien sabido que uno de los típicos riesgos bancarios, a asumir en forma razonable, es el riesgo de transformación de plazo; es decir, dar créditos a largo con depósitos a corto, con el consiguiente peligro de problemas de liquidez y también de pérdida de intereses si los créditos han sido otorgados a tipo fijo.

CUADRO N.º 4

ESTRUCTURA DE FINANCIACION EMPRESAS PRIVADAS (1)
(Central de Balances. 1992)

	Miles de millones	Porcentaje		Miles de millones	Porcentaje
Total recursos	15.204,9	100,00	Total recursos a remunerar (3)	10.170,0	100,00
Recursos propios	5.770,5	37,95	Recursos propios	5.770,5	56,74
Recursos ajenos	9.434,4	62,05	Recursos ajenos remunerados	4.399,5	43,26
		100,00			100,00
A largo	2.016,0	21,37	SEGUN PLAZO		
Entidades de crédito	1.163,7		A largo	2.016,0	45,82
Otros acreedores	852,3		A corto	2.383,5	54,18
A corto	2.383,5	25,26	SEGUN PROCEDENCIA		
Entidades de crédito	1.791,2		Entidades de crédito	2.954,9	67,16
Otros acreedores	592,3		A largo	1.163,7 (39,38 %)	
Sin coste explícito (2)	5.034,9	53,37	A corto	1.791,2 (60,62 %)	
			Otros acreedores	1.444,6	32,84
			A largo	852,3 (59,00 %)	
			A corto	592,3 (41,00 %)	

(1) Excluidas eléctricas.

(2) Proveedores, provisiones, otros pasivos sin coste explícito.

(3) Deducidos recursos sin coste explícito.

La crítica sobre los tipos de interés y el margen de intermediación

Otro aspecto hacia el que los expertos, y los que no lo son, reclaman la atención, es el tipo de interés utilizado por bancos y cajas en sus relaciones con la clientela, estimando que, al ser excesivamente elevado, tanto en términos nominales como reales, no propician la actividad inversora. Con ello, nos están diciendo que se refieren a los tipos de interés activos, es decir, los que perciben bancos y cajas por sus créditos y descuentos, ya que, supongo, no ven mal que, a fin de fomentar el ahorro financiero de las familias, sean lo más altas posibles las remuneraciones ofrecidas en los depósitos. Naturalmente que los más solventes de los interpelantes saben, y no dejan de decir, que las entidades crediticias no son autónomas en

la fijación de los tipos de interés, los cuales dependen, fundamentalmente, de la política monetaria que, a su vez, en las últimas décadas, a la vista del irresponsable comportamiento de las administraciones públicas en relación con el gasto, el déficit y la necesidad de financiarlo, ha sido la encargada de hacer el «trabajo sucio» de luchar en solitario contra la inflación.

Partiendo de este supuesto, es decir, aceptando la culpabilidad básica de la política fiscal, la crítica desemboca hacia el diferencial entre el tipo de intervención del Banco de España y el que practican las entidades, alegando que conduce a tipos activos demasiado elevados y dando a entender, con su silencio a este respecto, que no les importaría que los tipos pasivos fueran mayores. Lo cual equivale a pensar, e implícitamente afirmar, que el margen de intermediación de bancos

y cajas es excesivo. La explicación de este excesivo margen se encontraría, según los críticos, en la búsqueda de un exagerado beneficio por parte de instituciones o, en el supuesto de que no sea así, en la necesidad de cubrir unos abultados costes de transformación, a consecuencia de una notable falta de eficiencia operativa.

Pero, los reproches no acaban aquí. Tras la escalada en los tipos de interés que tuvo lugar desde julio de 1992 a marzo de 1993, fecha en la que el tipo de intervención del Banco de España llegó al 15,1 por 100, se ha producido un continuo y acelerado proceso de reducción de dicho tipo que, en marzo de 1994, se situaba alrededor del 8 por 100. Ante esta caída de siete puntos en once meses en el precio oficial del dinero, a la crítica sobre el nivel de los tipos de interés de los bancos y cajas ha venido a

añadirse la censura por la presunta demora en el traslado a los usuarios de la gradual bajada de los tipos de intervención, día a día, practicados por el Banco de España.

Los tipos de interés y las decisiones empresariales

Antes de entrar en el análisis de estas críticas, quiero decir que, sin negar la importancia que los costes financieros tienen en los resultados de las empresas y en la decisión de invertir, a mi juicio, este aspecto no es el factor más importante ni mucho menos. Para decidir si se emprende un proyecto de inversión hay que analizar si los flujos esperables del proyecto, sin deducir en su cálculo ningún gasto financiero, descontados al coste ponderado de los recursos, tienen un valor actual igual o superior al valor actual de las inversiones necesarias para llevar a cabo el proyecto, descontadas al mismo tipo de coste. Dicho de otra forma, averiguar si los recursos a generar por el proyecto, a lo largo de su vida, serán suficientes para devolver con su coste los recursos necesarios para realizarlo. Es cierto que el coste de la deuda interviene en el cálculo del coste de capital, ya que éste no es otra cosa que el coste promedio ponderado del coste de los fondos propios y el coste de la deuda, afectados de los respectivos porcentajes de participación en la financiación total, y habida cuenta del ahorro de impuestos derivado del uso de la deuda. Ahora bien, el coste de capital, en sí mismo considerado, ni es alto ni es bajo. Tales adjetivos requieren siempre la comparación con algún criterio. Lo importante en este caso no es que este coste ponderado de capital sea más

algo o más bajo hoy que ayer; lo importante es que el coste de capital sea inferior, en cada momento, a la rentabilidad de las inversiones, antes de intereses e impuestos.

El rendimiento del activo y el coste de los recursos

Por lo tanto, en definitiva, lo que hay que comparar es el rendimiento del activo con el coste de los recursos. Si la diferencia entre el rendimiento del activo y el coste de la deuda es negativa, la rentabilidad de los fondos propios será inferior al rendimiento del activo, y tanto menor cuanto mayor sea el porcentaje de endeudamiento. En caso de que la diferencia sea positiva, sucederá exactamente lo contrario; cuanto mayor sea el endeudamiento mayor será el efecto positivo del apalancamiento financiero que, como el nombre sugiere, consiste en hacer subir la rentabilidad de los fondos propios usando deuda de un coste inferior al rendimiento de los activos. Luego, interesa sobremanera que la rentabilidad de las inversiones sea notablemente superior al coste de la deuda, porque, además de la deuda, hay que remunerar los recursos propios, los cuales, por consideraciones de riesgo, han de desear una rentabilidad sensiblemente más alta que el rendimiento de un título de deuda.

Los que, en vistas al relanzamiento de la actividad empresarial privada —única desde luego capaz de crear empleo, riqueza y bienestar— tan insistentemente se fijan en los tipos de interés, parece que abogan por que la deseable diferencia positiva se logre por el camino de reducir los tipos de la deuda a utilizar por las empresas. Pero este camino, en la práctica, tiene limitado el

trecho de su andadura, por los efectos de las políticas fiscales y cambiarias que restringen las actuaciones de la política monetaria. Conviene, pues, explorar el otro camino, sea alternativo sea complementario, que es la elevación de la rentabilidad del activo. La rentabilidad del activo, cociente de dividir el resultado económico neto, antes de intereses e impuestos, por el activo neto, no depende, como su propia definición indica, del tipo de coste de los recursos ajenos, que no interviene para nada en el cálculo, sino que depende del margen sobre las ventas y de la rotación del activo, coeficientes que manejan parámetros completamente desligados del ámbito financiero y a los que volveremos enseguida.

Los resultados de las empresas privadas

Si los proyectos que, en estos momentos, se propusieran analizar los empresarios prometieran resultados concordes con los resultados obtenidos en los últimos años por la empresa española, puedo afirmar que la decisión, a la luz del análisis económico-financiero, debería ser negativa, por mucho que haya bajado el tipo de interés a que la banca esté dispuesta a conceder créditos. En efecto, en la muestra de empresas manufactureras analizadas por la Central de Balances, la rentabilidad del activo antes de intereses e impuestos, en 1991, fue del 9,97 por 100. El coste de los recursos de terceros fue del 15,46 por 100. Con un endeudamiento del 35,71 por 100, el efecto negativo del apalancamiento financiero dejó reducida la rentabilidad de los fondos propios, antes de impuestos, al 6,91 por 100, porcentaje que, aún después de añadir subvenciones y activacio-

CUADRO N.º 5

EFFECTO DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO
(Empresas manufactureras privadas)

	1991	1992
1. Rentabilidad del activo antes de intereses e impuestos (%) (Resultado económico neto/Activo neto)	9,97	3,97
2. Coste financiero (%) (Gastos financieros/Recursos ajenos con coste)	15,46	13,88
3. Endeudamiento (%) (Recursos ajenos con coste/Recursos totales)	35,71	41,14
4. Efecto del apalancamiento financiero	-3,06	-6,92
5. Rentabilidad recursos propios antes de imp. (1+4) (%)	6,91	-2,95
PM: Rentabilidad contable (1) { antes de impuestos	8,48	-0,45
{ después de impuestos	5,05	-2,95

(1) Añadiendo subvenciones y activaciones tal como figura en el análisis de la Central de Balances.

Fuente: Banco de España. Central de Balances. Elaboración a partir de la información desagregada obtenida a petición propia.

nes de intereses —operación sospechosa de artificio contable— queda reducido a un exiguo 5 por 100 después del impuesto de sociedades. A nadie se le oculta el carácter fuertemente frustrante de esta rentabilidad, en un ejercicio, 1991, en que el tipo medio de interés efectivo de las letras del Tesoro a un año fue el 12,51 por 100.

Pero avancemos. En 1992 el tipo medio del coste financiero, en las mismas empresas manufactureras de la muestra que estoy utilizando, bajó más de un punto y medio porcentual para situarse en el 13,88 por 100. Esta reducción del coste financiero, *ceteris paribus*, tenía que repercutir positivamente, poco o mucho, en la rentabilidad de los fondos propios; pero la rentabilidad del activo —que, insisto, no tiene nada que ver con los costes financieros— cayó desde el 9,97 por 100 en 1991 al 3,97 por 100 en 1992, con lo cual, la diferencia negativa con el coste de la deuda, que era de unos 5 puntos y medio en 1991, pasó a casi 10 puntos en 1992. El endeudamiento,

aumentado hasta el 41 por 100, condujo la rentabilidad contable de los fondos propios del conjunto de estas empresas manufactureras a un -2,95 por 100, después de impuestos, a comparar con el +5,05 por 100 logrado el año anterior, a pesar de que el coste de la deuda entre ambos años se abaratará en un punto y medio. La causa está ni más ni menos que en la caída de 6 puntos en la rentabilidad del activo.

El margen sobre ventas y la rotación del activo

Y, ¿por qué, entre 1991 y 1992, la rentabilidad del activo, en estas empresas, cayó 6 puntos? Interesa mucho saberlo. La rentabilidad del activo, hemos dicho, depende del margen sobre las ventas y de la rotación del activo. Exactamente, es igual al producto de ambas magnitudes. Las variaciones en el margen son exponente del mayor o menor ajuste de los costes de producción al precio obtenido en las ventas. En

1991 el margen de estas empresas fue igual al 5,2 por 100 de las ventas. En 1992 las ventas aumentaron un 3,8 por 100, pero los costes netos de producción —consumos intermedios, personal, generales, amortizaciones, etcétera— aumentaron un 7,0 por 100, con lo cual se produjo un notable deterioro de la relación coste-producto, expresada por el margen, que cayó el 5,2 por 100 en 1991 al 2,3 por 100 en 1992.

La evolución negativa del primer factor, margen, se multiplicó por la evolución del mismo signo del otro factor. La rotación, cociente entre las ventas y el activo, expresa las veces que se ha «vendido» el activo y es exponente, *grasso modo*, de la utilización de la capacidad instalada. En las empresas manufactureras de la muestra, la rotación pasó de 1,93 veces en 1991 a 1,73 veces en 1992, es decir, acusó un empeoramiento de algo más del 10 por 100, como consecuencia de un crecimiento de los activos superior al 15 por 100, frente a un crecimiento de las ventas que no llega al 4 por 100.

El resultado final fue que el exiguo margen del 2,3 por 100, multiplicado por una deteriorada rotación de 1,73 veces, arrojó una rentabilidad del activo de tan sólo el 3,97 por 100, frente al 9,97 por 100 logrado un año antes.

Entre paréntesis, este crecimiento del activo, que no se vio acompañado de un paralelo aumento de las ventas, se tradujo en un aumento de las deudas de estas empresas superior al 28 por 100, lo que a su vez explica que, habiéndose reducido el tipo de coste financiero algo más del 10 por 100, los costes financieros totales aumentarían, entre un año y otro, más del 15 por 100. Es decir, el fuerte aumento de los costes financieros, en un año tan malo

CUADRO N.º 6

Cuenta de explotación de 2.111 empresas manufactureras

	1991		1992	
	Miles de millones	Porcentaje	Miles de millones	Porcentaje
Producción o venta (1)	9.187,6	100,0	9.541,2	100,0
- Consumos intermedios	6.645,2	72,3	7.017,0	73,5
- Personal	1.765,8	19,2	1.849,3	19,4
= Resultado bruto de explotación	776,6	8,4	674,9	7,1
- Amortizaciones y provisiones de explotación	424,9	4,6	469,2	4,9
= Resultado neto de explotación	351,7	3,8	205,7	2,2
+ Ingresos financieros	129,9	1,4	151,2	1,6
- Otras provisiones y resultados diferidos	77,5	0,8	100,9	1,1
± Otros ingresos netos (2)	71,3	0,8	-37,8	-0,4
= Resultado económico neto	475,4	5,2	218,2	2,3
Margen = $\frac{\text{Resultado económico neto}}{\text{Ventas}}$ (a)	$\frac{475,4}{9.187,6} = 5,2 \%$		$\frac{218,2}{9.541,2} = 2,3 \%$	
Rotación = $\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo neto}}$ (b)	$\frac{9.187,6}{4.768,3} = 1,93 \text{ veces}$		$\frac{9.541,2}{5.496,2} = 1,73 \text{ veces}$	
Rentabilidad activo = $\frac{\text{Resultado económico neto}}{\text{Activo neto}}$ (a) × (b)	$\frac{475,4}{4.768,3} = 9,97 \%$		$\frac{218,2}{5.496,2} = 3,97 \%$	

(1) Excluidas subvenciones de explotación.

(2) Ganancias y pérdidas de capital más ingresos y gastos extraordinarios y de otros ejercicios.

Fuente: Banco de España. Central de Balances. Elaboración a partir de la información desagregada, obtenida a petición propia.

CUADRO N.º 7

ANÁLISIS CAUSAL DEL AUMENTO DE LOS COSTES FINANCIEROS
(2.111 empresas manufactureras privadas)

	1991		1992		Diferencia
Recursos de terceros (miles de millones)	1.757,40		2.259,20		501,80
Tipo (porcentaje)	15,46		13,88		-1,58
Costes financieros (miles de millones)	271,70		313,60		41,90
Variación debida al aumento de recursos	15,46 %	×	501,80	=	77,60
Variación debida a la reducción del tipo de interés	-1,58 %	×	2.259,00	=	-35,70

Fuente: Banco de España. Central de Balances. Elaboración a partir de la información desagregada obtenida a petición propia.

como 1992, no es culpa del precio a que bancos y cajas suministraron sus recursos, que fue más bajo que el año anterior, sino del mayor volumen de crédito utilizado por las empresas.

Volviendo al hilo del discurso, podemos decir que en las in-

dustrias manufactureras, que representan el segmento más importante y sensible de las empresas privadas, la rentabilidad del activo entre 1991 y 1992 cayó fuertemente, y esta caída fue debida tanto a la reducción del margen como al descenso de la rotación, dando fe de la coexisten-

cia de una atonía de la demanda con un empeoramiento de las condiciones de explotación. El efecto positivo de la reducción del coste financiero fue más que anulado por el efecto negativo de los aspectos que, empleando la incorrecta distinción al uso, podríamos llamar, propios de la

economía real y ajenos a lo que ha sucedido en la economía financiera.

La diferencia negativa entre rendimiento del activo y coste del pasivo

El hecho es que, como acabamos de ver, en 1992, último año del que podemos hablar con una fiable apoyatura estadística, la rentabilidad media del activo de la industria manufacturera se situó algo por debajo del 4 por 100, antes de intereses e impuestos, y el coste financiero por las mismas empresas fue del orden del 14 por 100. La distancia negativa es de 10 puntos porcentuales. Pasando de las empresas manufactureras al total de las empresas privadas, excluidas las eléctricas, observamos que el coste financiero medio es prácticamente el mismo, pero la rentabilidad media del activo aumenta en unos dos puntos, por la inclusión de los sectores de la construcción, transportes y comunicaciones que presentaron mejores resultados que los restantes. Con ello, la distancia negativa entre el rendimiento del activo y el coste del pasivo, en el conjunto de las empresas privadas, queda en 8 puntos porcentuales.

A la vista de esta diferencia, sea de 10 sea de 8 puntos, y a la vista del rendimiento del activo y coste del pasivo que la determinan, me parece que puedo concluir esta parte de mis reflexiones, afirmando que cifrar la recuperación de la economía española en la reducción de los tipos de interés, o, incluso, sin llegar a tanto, considerar tal reducción como uno de los principales factores a

impulsar, tiene pocos visos de realismo.

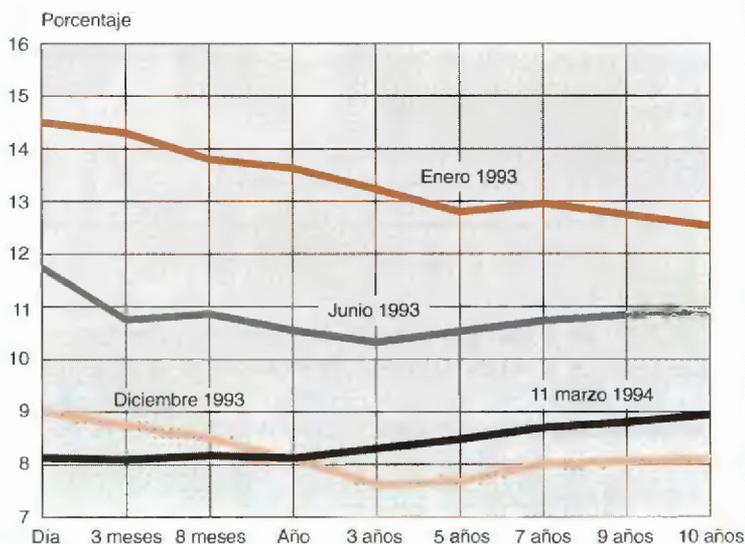
Las escasas posibilidades de reducir más los tipos de interés

En estos momentos, el tipo de intervención día a día del Banco de España se sitúa alrededor del 8 por 100 y los principales bancos han dejado sus tipos preferenciales publicados entre el 8 y el 9 por 100. Las posibilidades de avanzar hacia un mayor descenso parecen más bien reducidas. La expansión de la demanda, de cariz inflacionista, puesta de manifiesto en los Estados Unidos, así como el fuerte crecimiento de la masa monetaria en Alemania, apuntan más bien a una tendencia al alza de los tipos de interés, como sugiere la evolución de la curva de rentabilidades por plazos en nuestros

mercados nacionales, que, después de haberse aplanado, desde la posición invertida que existía al empezar 1993, repunta al alza en los tramos que van de tres a diez años.

En mi opinión, en nuestro país, donde la reducción de la inflación se ha producido principalmente como consecuencia del quebrantamiento de la economía, existe el claro riesgo de que cualquier atisbo de relanzamiento provoque un nuevo impulso inflacionista. Por ello, a pesar de los indudables deseos de los políticos y de las recientes declaraciones del Presidente del Instituto Monetario Europeo, quien piensa que se prolongará la bajada de tipos y que el alza de los intereses a largo no tiene nada que ver con la inflación, veo difícil que en España puedan seguir bajando los tipos de interés de la forma que lo han hecho hasta ahora.

GRAFICO 3
CURVAS DE RENTABILIDAD SEGUN PLAZOS
EN 1993 Y 1994



La recuperación de la rentabilidad del activo, único camino realístico

Pero, con independencia de ello, veamos lo que cabe esperar, para la cuenta de las empresas, de la reducción de los tipos de interés. El coste financiero para la totalidad de las empresas privadas analizadas por el Banco de España, excluido el sector eléctrico, ha ido descendiendo desde el 15,44 por 100 en 1990, al 14,72 por 100 en 1991 y al 13,71 por 100 en 1992, porcentajes en los que sin duda influye la financiación más barata en divisas extranjeras, aunque en algunos casos el precio de la baratura haya sido pagado en pérdidas de capital por la devaluación de la pe-

seta. Admitamos que, con un tipo de intervención del 8 por 100, el coste financiero promedio para las empresas privadas en 1994 y 1995 pueda descender hasta el 9,5 por 100, lo cual en algunos oídos puede, incluso, sonar a optimismo. Pues bien, aun en tal hipótesis, con una rentabilidad del activo del orden del 4 por 100 obtenida en 1992, la rentabilidad de los fondos propios en la media de las empresas resultaría negativa. Haría falta que la rentabilidad del activo mejorara 10 u 11 puntos, alcanzando los niveles del 14 ó 15 por 100, para que, con el actual nivel de endeudamiento, la rentabilidad de los fondos propios se situara alrededor del 18,5 por 100 antes del impuesto de sociedades, o el 12,5 por 100 después del mismo, porcentaje que

podría empezar a coincidir con lo que los inversores en capital de riesgo deben esperar cuando las letras del Tesoro rinden el 7,75 por 100.

Es preciso aclarar que esta deseable rentabilidad de los activos de las empresas privadas en los alrededores del 14,5 por 100 no es ninguna entelequia. Entre 1987 y 1989 obtuvieron, en media simple, una rentabilidad de los activos del 16,3 por 100, cuando sus costes financieros discurrían entre el 13,2 y el 14,4 por 100. Una prueba más, si se me admite, de que los tipos de interés, que no son el principal determinante de los resultados de las empresas, tampoco lo son de las decisiones empresariales. Antes de la «dichosa» huelga general de 1988,

CUADRO N.º 8

TOTAL EMPRESAS. ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO. APD

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Rentabilidad activo neto	12,99	12,59	11,57	9,54	9,80	11,17	11,10	11,00	8,60	9,00	n.d.
Coste financiero	7,38	6,92	7,27	8,26	9,27	9,30	12,60	13,10	13,40	13,40	n.d.
Rentabilidad fondos propios antes de impuestos	22,95	22,27	19,11	12,12	12,50	13,10	8,90	8,60	2,70	3,90	n.d.
IPC. Incremento anual medio	8,30	11,40	14,70	17,00	17,60	24,50	19,80	15,70	15,50	14,60	14,40

CUADRO N.º 9

EMPRESAS PRIVADAS SIN ENERGIA. CENTRAL DE BALANCES BANCO DE ESPAÑA

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Rentabilidad activo neto (1)	10,41	10,17	10,76	12,65	14,95	16,96	17,07	13,46	10,84	5,74
Coste financiero	16,54	15,63	14,60	13,42	13,23	13,31	14,37	15,44	14,72	13,71
Endeudamiento	48,85	47,62	47,49	45,26	42,73	37,97	35,24	35,64	37,69	40,94
Rentabilidad fondos propios antes de impuestos	4,56	5,20	7,28	12,01	16,24	19,18	18,54	12,36	8,49	0,21
IPC. Incremento anual medio	12,10	11,30	8,80	8,80	5,30	4,80	6,80	6,70	5,90	5,90

(1) Excluidas subvenciones y activaciones.

si bien, como dice Juan Velarde, desde 1985 «no se oía a Casandra», las políticas económicas, sin ser las adecuadas, no fueron tan desastrosas como lo han sido a partir de 1989. En aquellos años, las expectativas empresariales eran relativamente favorables y, a pesar de los tipos de interés entonces vigentes y que hoy consideramos elevados, estas expectativas se materializaron en inversiones, como lo prueban las tasas de crecimiento de la formación bruta de capital fijo.

Los frutos de la inversión y la demanda se recogieron entre 1987 y 1989, que son los tres únicos años de la historia reciente en que el apalancamiento financiero produjo un efecto positivo, elevando la rentabilidad de los fondos propios de las empresas privadas por encima del rendimiento de los activos, como se ve en la serie elaborada con los datos que desde 1983 facilita la Central de Balances del Banco de España.

Esta situación era la habitual antes de 1978, según la serie —no totalmente homogénea pero suficientemente ilustrativa— procedente de los análisis económico-financieros realizados desde 1972 a 1981 por la Asociación para el Progreso de la Dirección. Naturalmente que aquel estado de cosas no podía continuar porque los tipos de interés vigentes entre 1973 y 1977 no eran congruentes con la inflación que ya había empezado a ser de dos dígitos, alcanzando el 24,5 por 100 en 1977 y que acabó provocando la subida de los tipos de interés al nivel también de dos dígitos a partir de 1978. Nivel que sólo en 1993 hemos abandonado.

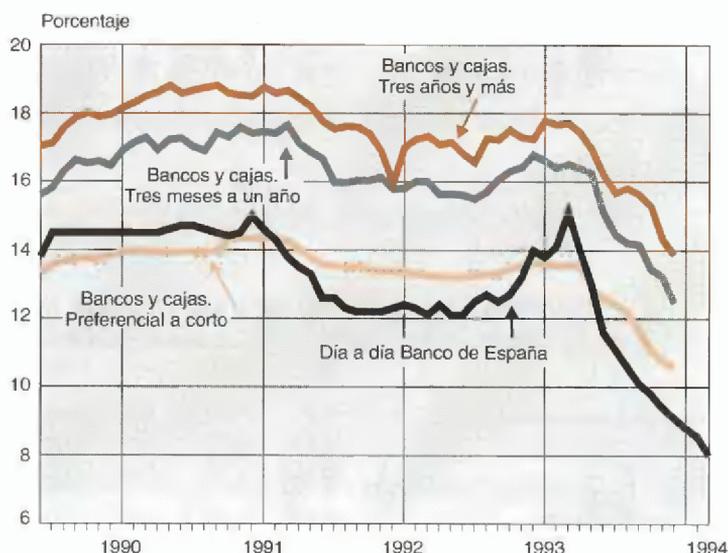
La evolución de los tipos de interés de bancos y cajas

Visto, con ayuda del análisis empresarial, el reducido papel que, en mi opinión, desempeña el tipo de interés en los resultados y en las decisiones empresariales, pasemos, sin embargo, a examinar el comportamiento de bancos y cajas en lo que respecta al nivel de los tipos de interés. La información del *Boletín Estadístico* del Banco de España permite elaborar, por un lado, la serie de los valores mensuales de los tipos de regulación monetaria del Banco de España y, por otro lado, las series de la media simple de los tipos practicados por bancos y cajas en operaciones preferenciales a corto, de tres meses a un año, y de tres años en adelante, como tramos más significativos de la actividad crediticia de las entidades de depósito.

La comparación de estas series, en el período comprendido entre junio de 1989 y diciembre de 1993, permite sacar algunas conclusiones. La principal es que entre las curvas de los tipos de tres meses a un año y de tres años en adelante, y la curva de los tipos día a día del Banco de España existe un paralelismo casi perfecto, como se ve en el gráfico. Tanto en uno como en otro caso, la correlación se hace máxima cuando la explicación se desplaza un mes.

Mientras el interés de intervención del Banco de España descendía, con oscilaciones intermedias, desde el 13,80 por 100 en junio de 1989 al 9,10 por 100 en diciembre de 1993, los tipos de tres meses a un año de bancos y cajas pasaban, entre las mismas fechas, de 15,60 a 12,45 por 100. El diferencial medio a lo largo del período ha sido de casi

GRAFICO 4
EVOLUCION MENSUAL DE LOS TIPOS DE INTERES
(Junio 1989-marzo 1994)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

3 puntos porcentuales, con un mínimo de 1,82 en agosto de 1989 y un máximo de 3,93 en noviembre de 1991. A fin de 1993 la diferencia era de 3,05 puntos porcentuales. La correlación entre las dos series indica que el 82 por 100 de la variabilidad en el tipo de interés de tres meses a un año queda explicada, con un mes de retraso, por la variabilidad del tipo de intervención, que la regresión señala que a una variación de un punto en este tipo corresponde una variación en el mismo sentido, un mes más tarde, de 0,71 puntos porcentuales en el tipo de tres meses a un año.

En los mismos 55 meses, los tipos a tres años y más descendieron desde el 17,04 por 100 en junio de 1989 a 13,86 por 100 en diciembre de 1993. El diferencial medio sobre el tipo del Banco de España ha sido ligeramente superior a 4 puntos porcentuales, con un mínimo de 3,09 también en agosto de 1989 y un máximo de 5,29 en septiembre de 1991. En diciembre de 1993 el diferencial era de 4,46 puntos porcentuales. En este caso, la correlación indica que el 80 por 100 de la variabilidad de este tipo a largo plazo queda explicada, con un mes de retraso, por la variabilidad del tipo día a día del Banco de España; y que a una variación de un punto en este tipo corresponde una variación de 0,70 puntos en el otro.

En resumen, bancos y cajas, en los tipos de tres meses a un año y a más de tres años, han venido aplicando un margen del orden de 3 y 4 puntos porcentuales respectivamente, sobre el tipo de intervención día a día, siguiendo las variaciones del Banco de España con un mes de retraso, lo cual no parece una demora que justifique las críticas formuladas. Es cierto que los mo-

vimientos del Banco de España han quedado suavizados, ya que, en las dos clases de interés sólo el 70 por 100 de la variación en el tipo de intervención ha repercutido en los tipos aplicados por bancos y cajas, pero esto ha sucedido tanto a la baja como al alza.

En cuanto a los intereses preferenciales a corto, las series de tipos mensuales permiten afirmar que —dentro de una cada vez mayor rapidez de bancos y cajas al anunciar las variaciones de sus tipos preferenciales, en respuesta a los movimientos del Banco de España— desde junio de 1989 hasta enero de 1991, período de práctica estabilidad en el tipo de intervención, el tipo preferencial, situado cerca del 14 por 100, fue más bajo que el de intermediación. A partir de febrero de 1991, y prácticamente hasta el día de hoy, el tipo preferencial de bancos y cajas resulta ligeramente superior al de intervención, con un diferencial positivo medio del orden de 0,70 puntos porcentuales. Esta diferencia se hace algo mayor cuando el Banco de España practica movimientos rápidos de descenso, que el preferencial, de evolución mucho más sosegada, aún dentro de una clara tendencia a la baja, parece no reflejar de inmediato. Del análisis regresional se deduce una clara correlación entre los movimientos de ambas series, poniéndose de manifiesto, sin embargo, que menos de la mitad de la variabilidad del tipo del Banco de España influye en la variabilidad del tipo preferencial (1).

Los tipos declarados por bancos y cajas y el coste financiero de las empresas

Los tipos a corto, largo y mayor plazo que acabamos de analizar son los tipos que bancos y cajas aplican en las respectivas operaciones. De la cuantía de unas u otras, dependerá el tipo de rendimiento resultante para las entidades. Ahora bien, los tipos declarados son tipos TAE. Al pronunciar esta palabreja presiento que nuestros compañeros de la sección de filosofía me acusarán por abusar de la jerga en que, según ellos, nos envolvemos para evitar que los no iniciados nos entiendan. Sin embargo, pienso que los metafísicos son los que mejor pueden entender lo que estoy diciendo, porque el TAE, que significa «tipo anual equivalente», es un «ente de razón», que pretende explicar en qué se convertiría el vulgar tipo nominal publicado por los bancos, si sucediera lo que no sucederá. Digamos, sin entrar en demasiadas disquisiciones, que, por ejemplo, un 12,55 por 100 TAE significa que un 12 por 100 de interés anual devengado trimestralmente se convertiría en un 12,55 por 100, si el acreditado no pagara los intereses a su vencimiento. Pero en este supuesto, no es que pague un tipo de interés mayor; paga el mismo tipo del 12 por 100 sobre un préstamo mayor, es decir, incrementado con los intereses acumulados. En el supuesto de que pague los intereses, como es forzoso en los préstamos, la TAE sólo tiene sentido en la hipótesis de que el deudor tuviera la oportunidad de invertir el importe de los intereses pagados al banco al mismo tipo de interés y períodos de devengo que el banco le aplica. Pero ésta no es una hipótesis realística.

Con independencia de ello, la media de los tipos declarados por bancos y cajas a distintos plazos, ponderados de acuerdo con la experiencia bancaria sobre plazos de concesión de créditos, resulta, en 1992, del orden del 15 por 100 TAE, lo cual equivale, aproximadamente, al 14,23 por 100 nominal, que fue la rentabilidad de la inversión crediticia media obtenida por la banca en 1992. Esta rentabilidad de los créditos concedidos por los bancos es medio punto superior al coste detectado del lado de las empresas para el mismo año 1992, cosa que se explica perfectamente por el sesgo de la muestra de la Central de Balances hacia empresas grandes, que son las que tienen mayor poder de negociación frente a los bancos.

La evolución del rendimiento del crédito y del coste de los depósitos

Los tipos de interés aplicados por bancos y cajas, a pesar de la correlación observada con los tipos de intervención del Banco de España, responden no tanto al coste de la financiación interbancaria, ligado a la intervención del Banco de España, como al coste de los depósitos de clientes; y, en periodos de descenso de tipos de interés, los bancos y cajas tienen difícil reducir rápidamente las remuneraciones de los depósitos. La razón es sencilla; si, cuando los intereses van al alza, los bancos intentan pagar más que sus competidores para atraer depósitos; cuando los intereses van a la baja, se resisten a pagar menos para que no se los quiten. De forma que, por el mismo juego del mercado, el movimiento a la baja en la remuneración de los depósitos tiende a ser más lento que el movimiento al alza.

Así sucedió, con toda probabilidad, en 1993. Aunque en esta fecha no hay todavía información detallada para todo el sistema crediticio, las memorias del ejercicio de 1993 de los pocos grandes bancos que las han publicado hasta ahora, permiten aventurar que el coste marginal de los depósitos de clientes fue creciendo hasta el mes de mayo para empezar a descender a partir de junio, de manera que, si bien en esta segunda parte del año la caída del coste de los depósitos pudo haber rebasado el punto y cuarto, la reducción del coste medio en el año probablemente no llegó ni a un cuarto de punto, ya que, en alguna entidad incluso subió.

Confirmando la experiencia de los periodos de descenso de los tipos de interés, la evolución del coste de los depósitos, fue mucho más pausada que la evolución del rendimiento de los créditos, cuyo tipo marginal medio, mes a mes, sufrió, ya desde marzo de 1993, una caída acelerada que pudo haber sido de más de dos puntos y medio, con lo cual el rendimiento medio del crédito a clientes, entre 1992 y 1993, puede haberse reducido el doble de lo que se haya reducido el coste de los depósitos, con el consiguiente estrechamiento del margen financiero. Esto nos lleva al tema del pretendidamente excesivo tamaño de dicho margen.

Qué hay que entender por margen de intermediación

Cuando se habla de margen de intermediación, lo primero que procede es definir lo que hay que entender por margen financiero. El usuario que va al banco o la caja de ahorros y se entera de lo que le cobrarán por los créditos

y lo que le pagarán por sus depósitos, es muy posible que se lleve las manos a la cabeza y salga gritando que son unos ladrones, porque la diferencia entre una cosa y otra bien puede ser de más de seis puntos. De hecho, en el conjunto de los bancos, en 1992, último año con información global consolidada disponible, el rendimiento de las inversiones crediticias fue, como ya he dicho, del 14,23 por 100 y el coste de los recursos de clientes del 7,82 por 100. El margen así definido sería de 6,41 puntos porcentuales. Aunque este margen, que fue de 7,49 puntos porcentuales en 1989, ha ido reduciéndose, al nivel de 1992 podría ser, efectivamente, calificado todavía de alto. Sin embargo, el margen así calculado no es el verdadero margen de intermediación, porque no todas las inversiones de la banca son tan rentables como las inversiones crediticias; al lado de ellas están la cartera de valores y la inversión interbancaria, con rentabilidades menores. En 1992, la rentabilidad media del conjunto de los activos rentables fue del 12,50 por 100. Pero, además, la banca sostiene activos no rentables, como son la tesorería y los depósitos obligatorios en el Banco de España, así como los inmuebles e instalaciones, cuyo peso en el activo total rondaba el 9 por 100 en 1992. Esto quiere decir que la rentabilidad de los activos totales medios es muy inferior a la rentabilidad de las inversiones crediticias; de hecho, en 1992, fue del 11,38 por 100.

En el lado de los recursos sucede lo mismo, pero con signo contrario. El coste de la financiación interbancaria es, o por lo menos ha sido hasta ahora, notablemente superior al coste de los recursos de clientes, de forma que, en 1992, el coste medio de

CUADRO N.º 10

EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS Y EL COSTE DE LOS PASIVOS. BANCOS

	1989		1990		1991		1992		1993 (*)	
	Peso	Tipo	Peso	Tipo	Peso	Tipo	Peso	Tipo	Peso	Tipo
Activos rentables	91,14	12,42	90,98	13,53	91,25	13,03	91,04	12,50	92,20	11,60
Activos no rentables	8,86	—	9,02	—	8,75	—	8,96	—	7,80	—
Total activos (a)	100,00	11,32	100,00	12,31	100,00	11,89	100,00	11,38	100,00	10,69
Recursos onerosos	83,95	8,66	84,02	9,89	84,37	9,60	84,82	9,42	87,43	9,16
Pasivos no onerosos	16,05	—	15,98	—	15,63	—	15,18	—	12,57	—
Total pasivos (b)	100,00	7,27	100,00	8,31	100,00	8,10	100,00	7,99	100,00	8,01
Rentabilidad inversiones crediticias		14,73		15,89		15,13		14,23		
Coste depósitos clientes		7,24		8,47		8,32		7,82		
Inversiones crediticias — depósitos clientes		7,49		7,42		6,81		6,41		
Margen financiero bruto (a — b)		4,05		4,00		3,79		3,39		2,68
Saneamiento de crédito		0,41		0,36		0,54		0,66		0,69
Margen neto de intermediación financiera		3,64		3,64		3,25		2,73		1,99

(*) Datos agregados a partir de los balances públicos.

Fuente: 1989-1992. Banco de España. 1993, Consejo Superior Bancario. Elaboración propia.

todos los recursos onerosos subió al 9,42 por 100. Naturalmente que la existencia de pasivos no onerosos —recursos propios, fondos especiales, cuentas de periodificación y otras— rebajó el coste del pasivo total, haciéndolo descender al 7,99 por 100. De esta forma el *margen financiero bruto* en 1992 quedó en 3,39 puntos porcentuales, cifra notablemente inferior a los 6,41 puntos que, a primera vista detectábamos y era capaz de escandalizar al supuesto cliente.

Ahora bien, no todas las operaciones de inversión llegan a buen fin. Un cierto porcentaje de ellas, más alto o más bajo según la coyuntura, resulta fallido y su cobertura ocasiona una disminución del margen de intermediación. En 1992 la dotación a saneamiento del crédito supuso 0,66 puntos porcentuales, con lo cual lo que podríamos llamar *verdadero margen de intermediación* quedó en el 2,73 por 100 de

los activos totales medios. Este porcentaje no parece ya demasiado alto, si se tiene en cuenta que los costes de transformación, en 1992, supusieron el 2,77 por 100 de los activos totales medios. Si no fuera por los productos derivados de la prestación de servicios, el resultado ordinario de la banca en 1992 hubiera sido negativo.

Pero las cosas se complicaron más todavía en 1993. Para 1993, como todavía no disponemos del análisis sobre las cuentas confidenciales que realiza cada año el Banco de España, tenemos que operar con datos agregados procedentes de los balances y cuentas de resultados públicos facilitados por el Consejo Superior Bancario, incluyendo los anticipados para Baneito por el actual equipo gestor. Con esta información, comparada con la información homogénea de 1992, podemos ver que en 1993 la rentabilidad media de

los activos rentables fue del 11,60 por 100, con una caída de 0,90 puntos porcentuales desde el 12,50 por 100 logrado en 1992. En cambio el coste de los recursos pasó del 9,42 por 100 en 1992 al 9,16 por 100 en 1993, con una reducción tan sólo de 0,26 puntos porcentuales. Por el juego de los activos no rentables y pasivos no onerosos ya explicado, la rentabilidad global del activo total medio quedó en el 10,69 por 100 y el coste global del pasivo total medio en el 8,01 por 100, prácticamente igual que en 1992. El resultado es que el margen financiero bruto quedó reducido al 2,68 por 100 de los activos o pasivos totales medios. Si de este margen bruto deducimos la necesaria dotación a saneamiento de crédito que fue igual al 0,69 por 100 de los activos totales medios, el margen neto de intermediación financiera queda en el 1,99 por 100 de los activos totales medios. Si comparamos este mar-

gen con el 3,64 por 100 obtenido en 1989 y 1990, deberemos afirmar que la caída del margen ha sido muy fuerte, ya que ha supuesto la pérdida de 1,65 puntos porcentuales; una reducción superior al 45 por 100.

Tengo la impresión de que esta fuerte caída del margen neto de intermediación no solamente impide ya calificarlo de excesivamente alto, sino que, en mi opinión, empieza a ser peligroso para los resultados de la banca, lo que explica que el propio Banco de España haya pedido prudencia en las guerras de precios activos y pasivos que provocan el estrechamiento del margen financiero. Pero de estos efectos de la competencia hablaremos luego.

La atípica cuenta de resultados de 1993

La peligrosidad del estrechamiento del margen descansa en el análisis de la cascada de resultados de la banca en 1993.

Si al margen financiero neto se le añaden las comisiones por prestación de servicios, los beneficios de operaciones financieras y los resultados extraordinarios, y se deducen los costes operativos, las amortizaciones y las restantes provisiones necesarias, se llega a un beneficio antes de impuestos igual al 0,96 de los activos totales medios, que hay que comparar con el 1,58 por 100 logrado en 1989, que constituye el punto más alto de la evolución de la rentabilidad de la banca, desde 1970. A partir de 1989, los resultados anuales, en porcentaje de los activos totales medios, que es la única forma correcta de compararlos, se deterioran hasta

llegar al 1,11 por 100 en 1992, seguido de ese 0,96 por 100 que acabamos de estimar para 1993.

Dejando aparte que dentro del 0,96 por 100 a que hemos llegado figuran 0,13 puntos atribuibles a beneficios extraordinarios, atípicos o no repetitivos, es decir, no procedentes de la ordinaria actividad bancaria, otros 0,72 puntos corresponden a beneficios de operaciones financieras, la mayoría de los cuales fueron obtenidos al abrigo de las turbulencias cambiarias y de las drásticas reducciones en el interés de la deuda pública que tuvieron lugar durante el pasado año. Estas operaciones permitieron al conjunto de los bancos —en especial a los mayores— contabilizar un ingreso, desde luego difícilmente recurrente, que, a falta de mayor información, cabe estimar en cerca de los 300.000 millones de pesetas, importe que significa más de la mitad del beneficio antes

CUADRO N.º 11

CUENTA DE RESULTADOS TOTAL BANCA

	1992		1993	
	Miles de millones	Porcentaje	Miles de millones	Porcentaje
Activos totales medios (ATM)	52.596	100,00	60.896	100,00
Productos financieros	5.965	11,34	6.511	10,69
– Costes financieros	4.225	8,03	4.878	8,01
= Margen financiero	1.740	3,31	1.633	2,68
– Saneamiento de crédito	343	0,65	419	0,69
= Margen financiero neto	1.398	2,66	1.214	1,99
+ Productos de servicios	401	0,76	422	0,69
+ Beneficio operaciones financieras (1)	124	0,24	437	0,72
= Productos totales	1.923	3,66	2.074	3,41
– Gastos de explotación (2)	1.469	2,79	1.565	2,57
= Resultado ordinario	454	0,86	509	0,84
+ Resultados extraordinarios (3)	130	0,25	77	0,13
= Resultado antes de impuestos	584	1,11	586	0,96

(1) Principalmente operaciones con deuda pública y divisas.

(2) Personal + Gastos generales y tributos + Amortizaciones + Otros saneamientos y dotaciones.

(3) Beneficio por venta de valores e inmuebles y Otros resultados extraordinarios.

Fuente: Cuentas públicas. Consejo Superior Bancario. Elaboración propia.

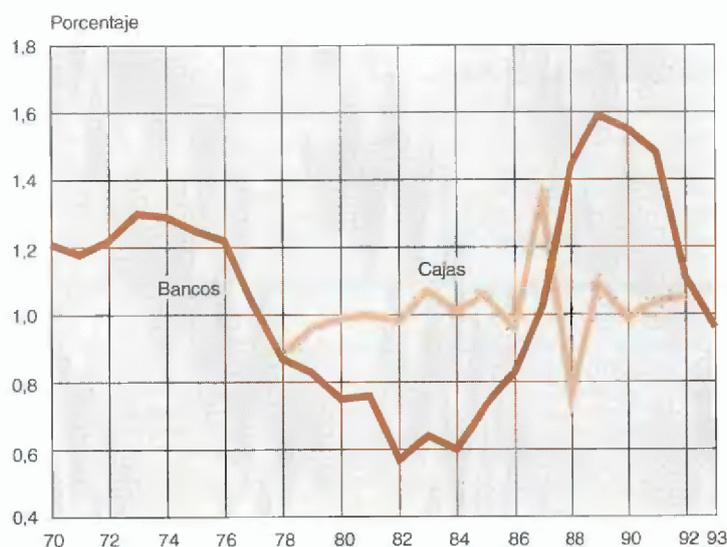
de impuestos de 1993, y equivale al 0,50 por 100 de los recursos totales medios. Deducido este ingreso anómalo, la reducción del beneficio de la banca, antes de impuestos, al 0,46 por 100 de los activos totales medios, con un componente de 0,13 puntos de origen también atípico, me parece digno de reflexión, si no de preocupación.

Los resultados de las cajas

En cuanto a las cajas, el panorama es algo distinto. Antes de establecer las comparaciones, conviene señalar que la evolución de los resultados de las cajas ha sido siempre mucho más sosegada que los de los bancos. Desde 1978, primer año para el que tenemos datos fiables de las cajas, hasta 1992, su rentabilidad media sobre activos totales medios ha sido del 1,01 por 100, con una desviación típica de 0,12, un máximo de 1,34 por 100 (1979) y un mínimo de 0,75 por 100 (1980). En los mismos 15 años, la media de la banca ha sido del 0,94 por 100 con una desviación típica de 0,35, un máximo de 1,58 por 100 y un mínimo de 0,57 por 100. Esta comparación entre bancos y cajas podría resumirse, en cuanto a los resultados finales, diciendo que, como se ve en el gráfico 5, partiendo de prácticamente la misma cifra (0,87 por 100, 0,88 por 100) en 1978, los bancos por un camino muy sinuoso y las cajas por un camino más rectilíneo llegan a parecidos resultados (1,11 por 100, 1,05 por 100) en 1992, con una media ligeramente mejor en las cajas.

Entrando en el detalle, se observa que el margen financiero neto de las cajas, en los últimos años, ha sido consistentemente superior al de la banca, aun-

GRAFICO 5
RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS TOTALES MEDIOS
DE BANCOS Y CAJAS
(Antes de impuestos)



Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

que también acusa una caída desde el 4,18 por 100 en 1989 hasta el 3,39 por 100 en 1992, porcentaje superior al de la banca en dos tercios de puntos. Pero, a partir de aquí, la cascada de resultados de las cajas resulta peor que la de los bancos ya que tienen menos productos de servicios y mayores costes de transformación. Ambas cosas les hacen perder la ventaja lograda en el margen, llegando a resultados finales peores en todos los años desde 1988, si bien el fuerte descenso experimentado por la banca en los últimos años, que no presentan las cajas, hace que en 1992 los resultados finales de ambas instituciones, hablando siempre en porcentaje de los activos totales medios, sean muy parecidos (2).

Los costes de transformación

A estos resultados finales de bancos y cajas se llega pasando por los gastos de explotación, que comprenden los de personal, generales, tributos distintos del impuesto sobre el beneficio, amortizaciones y otros saneamientos y dotaciones distintas de la cobertura de morosos. El problema está en saber si estos costes de transformación son demasiado altos, y, sobre todo, si cabe reducirlos. Porque el estrechamiento del margen financiero que estamos presenciando, como efecto sin duda de la competencia entre instituciones, habría que calificarlo de bueno para los usuarios de bancos y cajas, siempre que, gracias a la paralela reducción de los costes de transformación, no pusiera en peligro

CUADRO N.º 12

CUENTA DE RESULTADOS BANCOS Y CAJAS. 1992

	TOTAL BANCOS		TOTAL CAJAS	
	Miles de millones	Porcentaje	Miles de millones	Porcentaje
Activos totales medios (ATM)	52.570	100,00	27.282	100,00
Productos financieros	5.984	11,38	3.004	11,01
- Costes financieros	4.199	7,99	1.901	6,97
= Margen financiero	1.785	3,39	1.103	4,04
- Saneamiento de crédito	345	0,66	176	0,64
= Margen financiero neto	1.440	2,73	927	3,40
+ Productos de servicios	468	0,90	125	0,46
= Productos totales	1.908	3,63	1.052	3,86
- Gastos de explotación (1)	1.454	2,77	843	3,09
= Resultado ordinario	454	0,86	209	0,77
+ Resultados extraordinarios (2)	130	0,25	76	0,28
= Resultado antes de impuestos	584	1,11	285	1,05

(1) Personal + Gastos generales y tributos + Amortizaciones + Otros saneamientos y dotaciones.

(2) Venta de valores e inmuebles + Otros resultados extraordinarios + Otros adeudos y abonos.

Fuente: Cuentas confidenciales. Banco de España. Elaboración propia.

la rentabilidad final y, a la larga, la solvencia de las entidades en competencia. De hecho, bancos y cajas han sido y siguen siendo acusados de mantener excesivos costes de transformación. La rigidez derivada de esta estructura de costes es la que, se dice, impedía reducir el margen financiero en beneficio tanto de los ahorradores como de los demandantes de crédito. La verdad es que el margen financiero se ha reducido y la rigidez de los costes opera, ahora, en contra de los resultados de las entidades.

Si los costes de transformación los medimos en porcentaje de los activos totales medios, habría que decir que, con altos y bajos, en los últimos años se han ido reduciendo, ya que, entre 1989 y 1992, han bajado del 2,98 al 2,77 por 100 en los bancos y del 3,65 al 3,09 por 100 en las cajas. Se han reducido poco, pero aparentemente se han reducido. Sin embargo, este análisis puede ser en-

gañoso porque, en mi opinión, medir la evolución de los costes de transformación en porcentaje de los activos totales medios no tiene ningún sentido, como no lo tiene medir de la misma forma la evolución de los productos de servicios. Ambas cosas cada vez son más independientes del tamaño del balance, a consecuencia, por un lado, de los saldos interbancarios que pueden hacer crecer el balance sin apenas incidencia en los costes operativos y, por otro lado, de la desregulación desintermediadora que conduce a la práctica de más y más operaciones que no tienen acogida en el balance. Por esta razón, parece más razonable investigar la eficiencia operativa con el criterio tradicional en la empresa, que consiste, como es bien sabido, en poner en relación la totalidad de los costes con la totalidad de los productos que, en el caso de las entidades de crédito, prescindiendo de los atípicos, extraordinarios o no repeti-

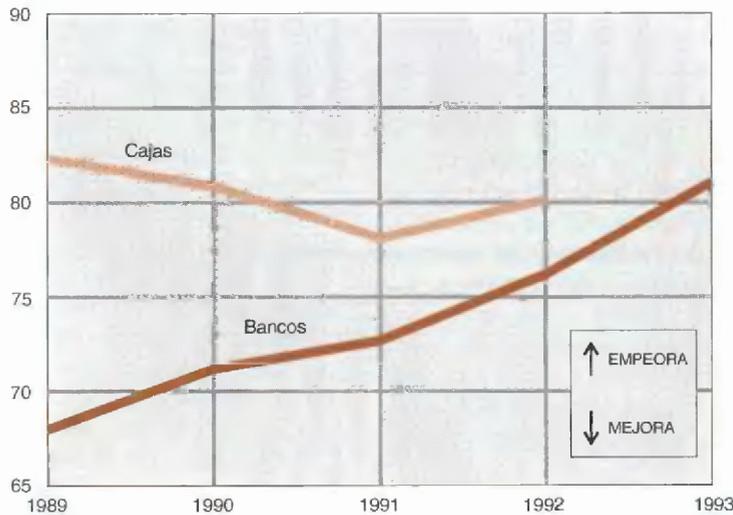
tivos, son la suma del margen financiero neto y las comisiones por prestación de servicios y otras operaciones financieras.

La eficiencia operativa de bancos y cajas

Procediendo de esta forma se observa que los costes operativos de la banca han pasado del 69 por 100 de los productos netos totales en 1989 al 76,20 por 100 en 1992, porcentaje que en 1993 subiría a 81,1 por 100, con un deterioro en el margen operativo de 12 puntos porcentuales en cuatro años. En las cajas, aunque la eficiencia, medida por este indicador, es todavía menor, la evolución es más estable y los costes operativos, entre 1989 y 1992 —no tengo datos de 1993— se mantienen alrededor del 80 por 100 de los productos.

Es muy posible que alguien ponga en duda los porcentajes que acabo de citar y que, desde

GRAFICO 6
**EVOLUCION DE LA EFICIENCIA OPERATIVA
 DE BANCOS Y CAJAS**
 (Costes operativos, en porcentaje de los productos
 netos totales)



luego, obligan a aceptar que no dan una imagen demasiado favorable de la eficiencia de nuestras instituciones. No hay que perder de vista, sin embargo, que se trata de las medias de los respectivos conjuntos y que, dentro de ellas, existen entidades que mejoran sensiblemente la eficiencia media. Cada vez es más cierto que la banca como ente monolítico no existe y que las disparidades entre bancos son palmarias, lo cual obliga a ser muy cauto en lo relativo al futuro del sector, distinguiendo adecuadamente entre entidad y entidad.

En cualquier caso las cifras que podrían oponerse a las mías nacen, sustancialmente, de no tomar en consideración las provisiones para insolvencias y otras dotaciones necesarias pretextando que son costes sin desembolso. Haciendo los cálculos de

esta forma, a mi parecer incorrecta, el porcentaje de los productos absorbidos por los costes de transformación, naturalmente, se reduce. Pero, la evolución seguiría siendo negativa pasando del 55 por 100 en 1989 al 64 por 100 en 1993, con pérdida de 9 puntos en el margen operativo. Cabe todavía mejorar ficticiamente la presentación, incluyendo en los productos los resultados atípicos, cosa que no faltará quien haga, a pesar de ser, a mi juicio, un dislate.

Las razones por las cuales calculo la relación coste-producto en la forma que lo hago son sencillas. En mi opinión, las provisiones para insolvencias hay que deducirlas del margen financiero porque constituyen, en forma de prima de riesgo, una minoración de los ingresos de la actividad crediticia. No cabe duda que la

rentabilidad de la inversión en operaciones de crédito puede hacerse aumentar, contablemente, otorgando a tipos más elevados créditos más arriesgados; pero éstos, en su momento, se cobrarán el precio de la morosidad y la insolvencia con las consecuencias que, por ejemplo, en estos momentos estamos lamentando en una entidad concreta. Entiendo que contabilizar las dotaciones para saneamiento de créditos como una minoración de los productos es una manera adecuada de poner de manifiesto las diferentes políticas de concesión de créditos que, aun dentro de una misma coyuntura general deteriorada, practican las distintas entidades. No ignoro que la morosidad e insolvencia de los acreditados viene ocasionada, en gran parte, por la coyuntura económica general, pero nunca dejará de ser cierto que uno de los ingredientes de la eficiencia de la gestión en las entidades de depósito y crédito es, precisamente, la capacidad de reaccionar a los entornos desfavorables mediante el ejercicio de la prudencia que, si es virtud que siempre debe adornar al banquero que se tenga por tal, mucho más lo es en las circunstancias adversas. En cuanto a las restantes dotaciones a provisiones diversas no me cabe duda de que, en la medida que son necesarias, hay que integrarlas en los gastos antes de ponerlos en relación con el producto.

La competencia y los efectos sobre la eficiencia

El resumen de lo que vengo diciendo sería que, sobre todo desde el desencadenamiento de la guerra del pasivo a mediados de 1988, la mayor competencia ha conducido a una reducción

del margen financiero pero no a la mejora de la eficiencia de las instituciones, si ésta se mide por la relación coste-producto.

Los resultados de la banca en 1993, con un fuerte estrechamiento del margen financiero, se han medianamente salvado, como he señalado, gracias, prácticamente, a los beneficios de operaciones financieras de inimaginable repetición, entre otras cosas porque, por lo menos algunas de ellas, el Banco de España no las toleraría. Por otra parte, es seguro que están pendientes de aflorar estrechamientos ya incubados, de forma que, como opinan algunos, la reducción del margen financiero no ha hecho más que empezar. Por lo tanto, si se quiere que la rentabilidad final media no descienda del nivel actual —lo cual, dada la dispersión de los resultados individuales, parece bastante necesario porque en caso contrario podría ser síntoma de que algunas instituciones habrían entrado en pérdidas— no parece que existan más que dos caminos: el incremento de los productos de servicios y el aumento de la eficiencia, mediante la reducción relativa de los costes operativos.

Hasta el momento, el libre mercado, en el que han operado bancos y cajas, ha demostrado que era capaz de reducir el margen en beneficio de los usuarios, mediante políticas agresivas para la captación de depósitos y otorgamiento de créditos. El análisis causal de la variación del beneficio de los bancos, entre 1991 y 1992, nos dice que, suponiendo invariados tanto los tipos activos y pasivos, como la estructura de empleos y recursos, el crecimiento del 7,22 por 100 en el volumen del negocio, medido por la evolución de los activos totales, hubiera producido un aumento del

margen de 115.000 millones de pesetas. Pero toda esta mejoría del margen, y más, se perdió por la política de precios, ya que la variación de los tipos y la variación de la estructura de empleos y recursos supusieron una reducción de 268.000 millones en el margen, que de esta forma sufrió un retroceso de 153.000 millones. Gracias a la mejora en la tarificación y cobro de los productos de servicios, este retroceso quedó reducido a una disminución del beneficio antes de impuestos de 141.000 millones. Es decir, si los bancos en 1992 hubieran podido —o querido— crecer manteniendo armónicamente las políticas de tipos activos y pasivos, en 1992 hubieran ganado 53.000 millones más que en 1991; la realidad es que ganaron 141.000 millones menos.

Pero esta agresividad en las políticas de intermediación, si bien ha venido acompañada de un cierto cambio en el cobro de los servicios, no parece que, hasta el momento, haya provocado, en el conjunto de la institución, políticas capaces de reducir los gastos en la proporción necesaria para compensar el deterioro del margen. A la luz de la evolución de la eficiencia, tal como antes la medié, más bien podría pensarse lo contrario. Tal vez porque el dinamismo puesto de manifiesto en la gestión de activos y pasivos ha conducido al aumento de gastos tales como, por ejemplo, los de comercialización y publicidad, cuya productividad puede haber sido negativa.

La deseada estabilidad del sistema financiero

La teoría dice que, en la lucha competitiva, el mercado tiene que acabar produciendo la reducción de los costes operativos, porque

sólo los más eficientes, es decir, los que tengan menores costes por unidad de producto, podrán sobrevivir, desplazando a los menos eficientes. En teoría, pues, sólo hay que esperar. Sin embargo, esta teoría pugna con el generalizado deseo de la estabilidad del sistema financiero. Los gobiernos de los países desarrollados, sean del signo que sean, opinan que la estabilidad de los sistemas financieros —de los bancos en especial, por su mayor relieve— es indispensable desde el punto de vista del interés nacional, así como del prestigio y solvencia internacional del país. El resultado es que no se quiere que los bancos caigan. Naturalmente que existe, por lo menos también en teoría, otro modelo que descansa en la sanción del mercado. Si los bancos y las cajas pueden quebrar como cualquier otra empresa, los gestores, los accionistas, los empleados y los depositantes serán conscientes del riesgo que, cada uno en su papel, afrontan y, a la larga o a la corta, acomodarán su comportamiento; unos, a las normas de la buena gestión y, otros, a la prudencia. En ausencia de la sanción del mercado, si todos saben o confían en que, pase lo que pase, no les pasará nada, el campo para la alocada aventura queda abierto. En mi opinión, el modelo de mercado no tiene por qué funcionar mal y, establecidas y conocidas las reglas del juego, tampoco parece inevitable que la quiebra de una entidad tenga que significar la quiebra de la confianza ni en las instituciones bancarias ni en el país. Lo malo es que nadie puede afirmarlo con seguridad ya que este modelo, en los tiempos modernos, no se ha empleado a fondo en ninguna parte.

Supuesto que no se quiere que los bancos quiebren, este objeti-

vo es fácilmente alcanzable si se pone a la institución bancaria en régimen de monopolio. Un banco monopolístico o un grupo oligopólico de bancos difícilmente quebrará. Su supervivencia está asegurada a expensas, naturalmente, de los usuarios que son los que pagarán la eventual ineficiencia del monopolio. Pero querer combinar la competencia pura con la estabilidad a ultranza entraña tal contradicción que resulta difícil el propósito generalmente enunciado por las autoridades monetarias cifrado en alcanzar, dicen, un cierto equilibrio que compagine la máxima eficiencia compatible con la necesaria estabilidad del sistema financiero.

Los instrumentos que para el logro de tal propósito vienen en ayuda de la autoridad son, esencialmente, dos: la supervisión de la actividad bancaria y los fondos de garantía de depósitos. No es extraño pues que, a medida que los sistemas financieros se desregularizan y liberalizan, tomen más cuerpo la supervisión y el seguro de depósitos. En el bien entendido que, no siendo ninguno de los dos instrumentos suficiente por sí solo para lograr el objetivo, hay que hacer apelación conjunta a ambos. Así ha sucedido en todas partes y así está sucediendo en España.

La supervisión bancaria

La supervisión bancaria, por lo menos tal como la ha redefinido recientemente un destacado portavoz del Banco de España, se propone como objetivo fundamental «la estabilidad del sistema de pagos y de los mercados de crédito, de modo que se reduzcan los riesgos de quiebras bancarias y se evite la difusión de sus efectos al sistema, con el pe-

ligo consiguiente de perturbar el buen funcionamiento de la economía».

Ahora bien, la supervisión, por muy perfeccionada que sea, logrará tal vez establecer los déficit de capitalización de un banco y exigirle que inyecte los recursos propios o subordinados necesarios; logrará probablemente detectar la falta de cobertura de la morosidad e insolvencia, así como la de otros pasivos contingentes, y podrá ordenar las precisas dotaciones complementarias con cargo a resultados; incluso será capaz de criticar y exigir la puesta a punto de los métodos de otorgamiento y seguimiento del crédito; de la misma forma, si descubre riesgos de interés, de tipo de cambio o de plazos, podrá obligar al ajuste de las posiciones. Pero la supervisión, por lo general, no estará dotada de medios para analizar la gestión empresarial en lo tocante a la eficiencia operativa. De modo que es prácticamente imposible que la supervisión, por ella misma, pueda restablecer la cuenta de explotación de un banco que la tenga deteriorada hasta el punto de perder dinero. La supervisión, siendo optimistas, podrá, a lo sumo, evitar que un banco llegue a la quiebra o, por lo menos, advertir, más o menos a tiempo, que ya se halla en situación de quiebra patrimonial y podrá tomar las medidas para hacerle salir de tal situación. Si ni esto fuera posible, el banco en crisis no tendrá más remedio que presentar la suspensión de pagos. Entonces es cuando entra en juego el otro instrumento, o sea, el fondo de garantía de depósitos.

Los fondos de garantía de depósitos

Los fondos de garantía de depósitos tienen sus orígenes en las quiebras bancarias en los Estados Unidos de los primeros años treinta y en este modelo se inspiró, en su nacimiento, el que hoy existe en España. El propósito inicial de un fondo de garantía de depósitos es proteger a los depositantes modestos de los bancos, a los que se les supone insuficiencia de formación financiera y déficit de información. De forma que, cuando un banco se presente en suspensión de pagos, el Fondo pagará a los depositantes hasta el límite asegurado —en España, actualmente, un millón y medio de pesetas— y se subrogará en sus derechos frente al suspenso. Si la suspensión de pagos, con quiebra o sin ella, degenera en liquidación, el Fondo, con los demás acreedores, percibirá sobre sus créditos la cuota resultante. El quebranto experimentado por el Fondo tendrá que cubrirse con las primas de seguro pagadas por todas las entidades del sistema.

Este era el cometido primigenio de los fondos, también en los Estados Unidos, pero en aquel país, cuyos pasos aquí hemos seguido, cuando el tamaño del banco o de la caja en crisis es grande, los supervisores consideran inaceptables las consecuencias de su quiebra y, aplicando el principio *too-big to-fail*, optan por la no liquidación y, en vez de limitarse a pagar los depósitos asegurados, emprenden la operación de salvamento de todo el banco. Así sucedió en el caso del Continental Illinois, cuyo salvamento en 1985 se convirtió en el paradigma de esta clase de situaciones. De forma que, si bien los americanos, antes y después

del caso del Continental, han aplicado tanto la fórmula de liquidación como la de salvamento, en proporción más o menos de mitad y mitad de casos, casi siempre los grandes han sido salvados y los pequeños han sido liquidados.

De la garantía de depósitos modestos al salvamento de bancos

Nosotros, desde la crisis bancaria de 1978, salvo en dos casos, hemos aplicado siempre la fórmula de salvamento y, desde entonces, vengo diciendo, y sigo pensando, que esta fórmula de salvamento a ultranza es mala. Lo curioso es que no soy yo solo quien opina de esta manera. José Pérez, Jefe de los Servicios de Inspección del Banco de España, ha dejado dicho por escrito que *la extensión generalizada de la protección de los fondos de garantía de depósitos a todos los acreedores bancarios, con independencia de su tamaño y conocimientos profesionales, sería contraproducente, ya que supondría dar patente de corso a las entidades menos eficientes y más arriesgadas, dejándoles que pujen al alza en la retribución de los pasivos, para entrar en operaciones especulativas al abrigo de que, si éstas fallan, los contribuyentes y el resto de las entidades bancarias cubrirían sus consecuencias.* Ante esta opinión tan calificada, no necesito enfatizar las razones por las que estoy en contra de la praxis actual; me basta decir que el salvamento de bancos tal como lo practicamos en España es precisamente eso que el Jefe de la Inspección censura: extender a todos los acreedores bancarios las garantías concebidas para proteger a los pequeños ahorradores, con menor

capacidad para evaluar el riesgo de encomendar sus ahorros a una entidad u otra.

Pero es que en los Estados Unidos, después de más de 60 años de vigencia del modelo, son muchos los que creen que el sistema de garantía de depósitos de prima uniforme y constante, acompañado de la aplicación del principio *too-big to-fail*, que de hecho elimina la diferencia entre depósitos asegurados y depósitos no asegurados, es un modelo obsoleto y, en gran medida, responsable de los centenares de miles de millones de dólares perdidos por los contribuyentes a raíz del nivel alarmante que han alcanzado las quiebras bancarias en aquel país. Cada vez se hace más evidente, tanto allí como aquí, que la insensibilidad de los precios de pasivo al riesgo, a consecuencia del seguro de depósitos, induce a los bancos a asumir niveles de riesgo que no son socialmente óptimos. Agotadas las rentas de monopolio por la liberalización de la competencia, la garantía indiscriminada del depósito bancario ha suprimido las rentas de reputación. Sin garantía de depósitos, a los bancos les resulta rentable invertir en las técnicas de concesión y seguimiento de los riesgos, porque la reputación obtenida mediante la presentación de un bajo porcentaje de créditos malos les permite obtener recursos a menos coste que los colegas con menor reputación. Con seguro generalizado de depósitos el interés por el seguimiento del riesgo y la buena reputación desaparece.

Argumentos a favor y en contra del salvamento de bancos

El gran argumento que tienen los supervisores para sacar adelante la fórmula de salvamento

de bancos es que la liquidación, que obliga a pagar todos los depósitos asegurados, es más cara; es decir, supone mayores desembolsos con cargo al Fondo que los necesarios para el reflojamiento. Esto, dada la atomización del pasivo de los grandes bancos, casi siempre es cierto en términos de flujo de fondos. Tal vez no lo sea tanto en términos de pérdidas finales a soportar por el Fondo terminada la liquidación y, sobre todo, es muy discutible, a mi juicio, que el ahorro que se produzca compense la pérdida del valor moral inherente a la sanción del mercado, el escarmiento, en orden a la modificación de los comportamientos de gestores, depositantes e, incluso prestatarios; aunque en el deber no hay riesgo, nadie estará dispuesto a perder tiempo y esfuerzos para labrarse una buena relación acreditado-banco en una institución que, por su escasa reputación de solvencia, ofrezca dudas en cuanto a su supervivencia. En suma, que los bancos y las cajas pueden ser más seguros si no tienen todos los depósitos asegurados.

Los inconvenientes del seguro de depósitos indiscriminado y sin límite —que a esto equivale el salvamento de los bancos en crisis— se agravan más todavía si, en el momento del salvamento, consideraciones políticas o de oportunidad inducen a tratar al capital de forma distinta a la que establecen los códigos mercantiles y las leyes de sociedades limitadas o anónimas, y ni siquiera los que, por definición, invierten sus capitales a riesgo soportan el quebranto, sea parcial sea total, realmente producido en el patrimonio del banco en crisis. Naturalmente que, si se salvan los depósitos, tanto los asegurados como los no asegurados, será fácil encontrar razones para

proteger a los accionistas alegando que entre ellos los hay modestos, cuya incapacidad para apreciar el riesgo no es menor que la de los pequeños depositantes y cuya falta de preparación para entender la documentación financiera —por otra parte no siempre totalmente transparente— es manifiesta. No es raro que así suceda, cuando el imperio de la discrecionalidad sustituye al de la legalidad. Pero aunque la discrecionalidad pueda, a veces, ser más equitativa que la justicia legal —no seré yo quien lo niegue— de esta forma, insensiblemente, se destruyen los fundamentos mismos del sistema mercantil en que hemos sido educados.

No ignoro que resolver el problema no es fácil, que son muchos los años los que dura el debate sobre esta materia y que todas las fórmulas sugeridas tales como primas proporcionadas a la solvencia del banco, voluntaria adhesión al Fondo, castigo parcial de los depósitos no asegurados y salvados en el reflotamiento, etc., tienen sus dificultades de aplicación y que, por el momento, ninguno de los proyectos de reforma planteados en los Estados Unidos ha llegado a ser aprobado por el Congreso. Sin embargo, tengo el firme convencimiento de que si, en aquel país, en Europa y por lo que más de cerca nos atañe, en España, de una forma u otra, no se devuelve al sistema algún elemento de riesgo para que deje de ser verdad, como ahora lo es en la práctica, que los bancos, hagan lo que hagan, siempre serán salvados, difícilmente se logrará que se produzca la eficiencia en la asignación de recursos esperada de la libre competencia.

El sistema financiero y el crecimiento de la economía

Queda todavía un aspecto, al que me gustaría referirme para terminar. Lo haré brevemente no porque el tema no sea importante que, sin duda, lo es y mucho, sino porque su exposición detallada requeriría un trabajo específico. Se trata de la relación existente entre eficiencia del sistema financiero y crecimiento continuado de la economía. Puede pensarse que el sistema financiero, canalizador del ahorro a la inversión, está al servicio de las decisiones autónomas de la actividad industrial y comercial, que es la que gracias a la acumulación de capital físico y capital humano, así como al avance de la tecnología, provoca la mejora de la productividad, que, a su vez, determina la tasa de crecimiento de la economía. El papel de los intermediarios financieros sería, pues, un papel esencialmente pasivo.

Pero también puede pensarse —y en los últimos tiempos parece haberse encontrado evidencia empírica que apoyaría esta línea de pensamiento— que la correlación que en cada país existe entre desarrollo del sistema financiero y tasa de crecimiento es una relación de causalidad en el sentido de que son los sistemas financieros desarrollados, capaces de evaluar mejor los proyectos de innovación, discriminando entre empresas y asignando el ahorro a los proyectos más eficientes, quienes determinan el crecimiento económico. De esta forma, el papel del sistema financiero sería más activo de lo que se venía pensando, ya que, como opinan Robert G. King y Ross Levine, serían los intermediarios financieros los que determinarían *qué empresas sobrevivirán y cuáles*

les desaparecerán, qué empresarios controlarán esas empresas y cuáles no, qué tipo de inversiones serán acometidas y cuáles no, y qué nuevos productos podrán ser introducidos en los mercados por las empresas y cuáles no podrán serlo.

Sin embargo, aunque la simultaneidad de sistemas financieros desarrollados y mayor desarrollo económico sugieren la interacción entre ambos hechos, sigue siendo *difícil establecer con seguridad la dirección de la causalidad, esto es, decidir si los factores financieros son responsables de la aceleración del desarrollo económico o si el desarrollo financiero es el reflejo del crecimiento económico cuyo origen debemos buscar en otra parte* (3).

De todas formas, la dificultad de llegar a una respuesta clara sobre la duda planteada, no impide ni mucho menos pensar que la banca española podría, y tal vez debería, perfeccionar su preparación teórica para, superando, sin olvidarlo, el tradicional criterio de la solvencia de los presuntos acreditados y su capacidad para devolver los fondos prestados, poder evaluar los proyectos que reclaman la financiación solicitada y las cualidades del empresario que los ha concebido para llevarlos a cabo, a fin de canalizar el ahorro, prioritariamente, a inversiones al servicio de estrategias competitivas frente al entorno europeo y mundial, capaces de conducir a nuestro país a un desarrollo económico con mayores tasas de crecimiento estable. Esta discriminación entre proyectos y empresarios supondría, naturalmente, el abandono de otras inversiones menos eficientes y, tal vez, la desaparición de aquellas empresas que, faltas de creatividad innovadora, se conforman

con actividades rutinarias en sectores maduros. Pero esta dinámica, basada en la selección de sectores hecha por el mercado y no por coeficientes administrativos, sería, sin duda, buena para el país.

Entiendo que para realizar esta función no es forzoso que los bancos tomen participaciones accionariales en las empresas a fomentar, ya que puede perfectamente ejercerse vía financiación crediticia pura o participativa; aunque nada se opone que sea mediante la adquisición de acciones. En cualquier caso, esta actividad requiere adecuado estudio previo y seguimiento inteligente de la gestión, para evitar, como demasiadas veces ha sucedido en el pasado, que la implicación industrial o comercial de los bancos en empresas obsoletas e inviables se ha traducido en quebrantos para el banco, ni de lejos compensados por el negocio aportado por la empresa vinculada o simplemente cautivas que, a la postre, se ha convertido en un dogal para la entidad vinculante.

Conclusiones

El resumen de lo que hasta ahora he expuesto podría ser:

Primero, que dentro del relativamente corto papel que, en mi opinión, juegan los tipos de interés en las decisiones empresariales, la capacidad de bancos y cajas para reducirlos es escasa, ya que los niveles altos o bajos vienen fundamentalmente determinados por la política monetaria.

Segundo, que en los últimos tiempos los bancos y cajas han seguido sin demora los movimientos, sea al alza sea a la baja, del tipo de intervención del Banco

de España y que, al impulso de la competencia, los tipos activos, que, si acaso, serían los relevantes en orden a la inversión, han subido menos que los tipos pasivos en periodos de alza y han bajado más en periodos de baja, provocando un estrechamiento del margen financiero que, deducidas las dotaciones a saneamiento de créditos, en 1993 ha llegado a un nivel que puede ser preocupante desde el punto de vista de la estabilidad de las entidades del sistema.

Tercero, que esta preocupación se basa en que, si bien las entidades han procurado compensar el estrechamiento del margen recurriendo a la tarificación y el cobro de los servicios y a la realización de operaciones financieras diversas, en 1993, en los bancos, una parte muy importante de estos ingresos han sido debidos a operaciones no recurrentes, lo cual cuestiona las posibilidades futuras de superar el estrechamiento del margen que, en opinión de algunos, continuará.

Cuarto, que esta duda aumenta cuando se considera que la lucha competitiva en un mercado financiero liberalizado, que ciertamente ha conducido al estrechamiento del margen en beneficio de los usuarios, no ha sido en cambio capaz de mejorar la eficiencia operativa de las entidades si ésta se mide por la relación gasto-producto que se ha deteriorado notablemente en los últimos cuatro años.

Quinto, que este fracaso del teóricamente esperable efecto positivo de la competencia sobre la eficiencia, puede no ser ajeno al vigente sistema de seguro de depósitos, no en lo que tiene de protección de los depositantes modestos, sino en la extensión

de las funciones del Fondo al salvamento integral de las entidades en crisis, haciendo desaparecer todo atisbo de sanción del mercado. Esta conclusión sugiere, en mi opinión, que la reforma del sistema de garantía de depósitos constituye una de las medidas estructurales que se vienen reclamando para que los mercados funcionen de forma conducente a la mejora de la competitividad vía la eficiencia.

Sexto, que, al margen de la función de pura intermediación financiera, campo en el que bancos y cajas van a rastras de la política monetaria, existen ámbitos en los que las entidades son autónomas. En primer lugar, el de la prestación de servicios, donde la creatividad no tiene límites, si no la frenan las disposiciones burocráticas. Y en segundo lugar, la posibilidad de influir en el desarrollo económico y la tasa de crecimiento del producto mediante la discriminación de proyectos en la forma que antes he expuesto. Ambos campos son objeto de decisiones endógenas, de enormes posibilidades futuras, para las que la banca ha de prepararse. Creo que esta tarea de carácter interanual, junto con la de mejorar la eficiencia operativa, medida por la relación coste-producto, son las que han de ocupar más la atención de los directivos de las entidades bancarias en los próximos años.

NOTAS

(*) Este artículo se basa en una disertación del autor en la sesión ordinaria de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas celebrada el 15 de marzo de 1994.

(1) Ecuaciones de regresión

i_t : tipo intermediación día a día Banco de España.

Media simple de los tipos declarados por bancos y cajas.

i_p : tipo preferencial.

i_c : tipo de operaciones de tres meses a un año.

i_t : tipo de operaciones a más de tres años.

$i_p = 7,0497 + 0,4853 i_t + \epsilon$ $r^2 = 0,7941$ $\sigma_\epsilon = 0,3737$
Sin desplazamiento.

$i_c = 6,7402 + 0,7138 i_t + \epsilon$ $r^2 = 0,8153$ $\sigma_\epsilon = 0,4833$
Desplazamiento de un periodo.

$i_t = 8,1355 + 0,7035 i_t + \epsilon$ $r^2 = 0,7994$ $\sigma_\epsilon = 0,5013$
Desplazamiento de un periodo.

(2) Por el momento, resultaría excesivamente aventurado ofrecer estimación de los resultados del conjunto de las cajas en 1993. Habrá que esperar que el Banco de España publique, como de costumbre, la información detallada.

(3) GOLDSMITH, R. W. (1969), *Financial structure and development*, New Haven, Conn., Yale University Press. Citado por Mark Gertler comentando a KING y LEVINE, *La intermediación financiera en la construcción de Europa*, Fundación BBV.