

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL
DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO



EL SISTEMA FINANCIERO DEL PAIS VASCO



FEDERACIÓN DE CAJAS DE AHORROS VASCO-NAVARRAS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 250 44 00/02

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Suplementos sobre el Sistema Financiero

Número extraordinario

1992

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA <i>(Presidente)</i>	DIEGO FUENTES TALAVERA
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA <i>(Presidente de honor de la CECA)</i>	JUAN CARLOS LOIDI ARREGUI
MARIANO NAVARRO RUBIO <i>(Presidente de honor de la Fundación FIES)</i>	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	FERNANDO MODREGO VITORIA
LUIS CORONEL DE PALMA	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
FRANCISCO FERNANDEZ JARDON	MARTIN OLLER SOLER
	GERMAN PEREZ OLLAURIA
	CARLOS SISTIAGA COARASA
	AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA <i>(Director)</i>	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES <i>(Redactor-Jefe)</i>
XAVIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JUAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Diagramación

TransEdit

Ilustración de portada: Puerto de Pasajes (Gipuzkoa)

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28010 Madrid

Imprime

Gráficas Jesma
Avenida del Jarama, 24 (Coslada)

Depósito legal: M. 402.-1980
ISSN: 02 12-5994

SUMARIO

Presentación. *Jose Luis Larrea Jiménez de Vicuña*. **5**

Introducción. **9**

I. SISTEMA CREDITICIO

El sistema crediticio vasco. *Iñaki Beristain Etxabe, Agustín Garmendia Iribar y Pedro Martínez de Alegría*. **15**

El modelo vasco de Cajas de Ahorros. **38**

Mesa Redonda: Las entidades financieras ante el Mercado Unico Europeo. **40**

II. MERCADO DE VALORES

El mercado de valores en la Comunidad Europea. *Juan Antonio Maroto y Elena Gil*. **45**

Bolsa de Bilbao. Realidad presente y oportunidades de futuro. *Luis M^a. Arregui*. **64**

«Barcelona Centro Financiero Europeo». **76**

Mesa Redonda: El papel de las bolsas de valores. **78**

III. AHORRO Y FISCALIDAD

Ahorro y comportamiento financiero en el País Vasco. *Francisco Alvira Martín*. **83**

El concierto económico y la reforma. Posición del País Vasco. **98**

Novedades en el régimen tributario del ahorro familiar invertido en productos financieros y vivienda.

Joaquín Soto Guinda y Fernando Pérez-Olivares Hinojosa. **100**

Mesa Redonda: El sistema financiero y las economías domésticas ante el ahorro. **117**

IV. EL SISTEMA FINANCIERO Y LA EMPRESA

El sistema financiero y las empresas. *IKEI*. **123**

Productos financieros de las Cajas de Ahorros vascas para las empresas. **153**

Mesa Redonda: La empresa y las entidades financieras. **156**

PRESENTACION

JOSE LUIS LARREA JIMENEZ DE VICUÑA
Consejero de Hacienda y Finanzas del Gobierno Vasco

El Sistema Financiero Vasco tiene entidad como para presentarse con mayúsculas porque conlleva una sólida denominación de origen, labrada a base de un siglo de vitalidad, profesionalidad y liderazgo. Utilizar este pasado más como un trampolín que como un mecanismo de autocomplacencia es una tarea en la que estamos imbricados los gestores públicos en aras a homologar este sistema financiero vasco en la Unión Económica y Monetaria de Europa.

Sabemos que la confianza en nuestras propias posibilidades será el primer secreto del éxito y, así, confiamos en la pujanza de la banca y cajas de ahorros, siempre en primera línea; en nuestros profesionales de la economía surgidos de universidades vascas de prestigio; y en una Bolsa de Bilbao capaz de consolidarse entre las bolsas regionales europeas.

Acotando mis impresiones a la gestión de lo público y esperanzado en el ímpetu que siempre ha tenido el Sistema Financiero Vasco, quisiera poner de relieve que el próximo futuro pasa por la consecución de las más altas cotas de autogobierno, económico y financiero. El Concierto Económico entre el Estado y el País Vasco debe aflorar todos sus contenidos, para que las instituciones públicas de Euskadi

tengan su necesario protagonismo en la financiación pública, en la política fiscal y en la configuración del sistema financiero público. A ello también coadyuvarán la fortaleza de nuestras cajas de ahorros y la pujanza de Bilbao como plaza financiera.

Las cajas de ahorros de Euskadi han completado su período de fusión en cada territorio, logrando convertirse en referente de lo que debe ser el camino de la articulación de grupos financieros sólidos ante los retos del mercado único. Las fusiones, que han dado como resultado la BBK, Kutxa y Vital, constituyen un buen ejemplo de profesionalidad, trabajo, claridad de ideas y generosidad, que se habrá de completar por la acción consorciada de estas instituciones en el desarrollo de proyectos de interés común.

Además, en ese esfuerzo solidario con el país que siempre ha caracterizado a las cajas de ahorros, hoy más que nunca resulta necesario seguir proyectando su fuerza hacia el exterior; hacia la sociedad a la que sirven; hacia una industria necesitada de todos los apoyos públicos; hacia el apoyo de las inversiones en infraestructuras.

La aprobación por el Parlamento vasco de la Ley de Cajas de Ahorros ha supuesto, del

mismo modo, un factor de consolidación de los procesos de adaptación de estas instituciones a los tiempos actuales. En los primeros meses del presente año se habrán ya configurado unos órganos rectores profesionales y especializados, lo cual redundará en beneficio de las cajas y del propio País Vasco.

En julio de 1990, tuvimos ocasión de recordar el nacimiento hace cien años de la Bolsa de Bilbao. Tras un siglo de existencia, hoy es preciso acelerar las actuaciones junto a la institución bursátil y a la plaza financiera de Bilbao, por encontrarnos en un entorno mundial donde la centralización de decisiones en escasas plazas a nivel internacional, —póngase el ejemplo de Londres en Europa—, constriñe la supervivencia de las plazas regionales.

Hace unas fechas se reunían en Bilbao representantes de la Asociación de Plazas Financieras Regionales de Europa. Las ciudades de Barcelona, Lyon, Edimburgo, Turín, Stuttgart y Bilbao estaban ahí inscritas en su afán de aunar anhelos ante el proceso de globalización de los mercados financieros. El proyecto nació con la idea de aglutinar a todas las plazas financieras que no sean capitales de Estado, y ya se están dando los primeros pasos para los intercambios de información a través de la instalación de una red telemática. En esta línea de colaboración con los demás, y de apertura desde nuestra realidad, está una de las fórmulas de actuación a consolidar.

Hacia adentro, nunca estará de más demandar de todos los sectores económicos una mayor implicación con Bilbao como plaza financiera moderna al servicio del desarrollo económico de Euskadi. Desde la administración pública, quisiera volver a resaltar dos proyectos para potenciar la Bolsa de Bilbao.

El primer proyecto consiste en profundizar en las posibilidades reales de articular un mercado bursátil para la pequeña y mediana empresa; un mercado que debe posibilitar de forma más razonable, tanto desde el aspecto fiscal como financiero, la utilización de fondos ajenos para el capital. El segundo proyecto se basa en la creación de una sociedad de créditos participativos que permita una mayor capitalización de las pequeñas y medianas empresas.

La configuración del Sistema Financiero Vasco no puede obviar el marco en el que se encuentra: el Estatuto de Autonomía y el Con-

cierto Económico. El campo de actuación se convierte así en peculiar y diferenciado, donde el modelo de Hacienda tiene que relacionarse con la Administración central del Estado y, por ende, con Europa, y tiene que integrar las relaciones hacendísticas de la propia comunidad autónoma.

Las necesidades del sistema financiero público, junto con la importancia de potenciar Bilbao como plaza financiera, nos ha llevado, con las previsiones del Estatuto de Guernica en cuanto a competencias financieras, a proyectar la creación de una Institución Financiera Pública Vasca. Esta institución financiera actuará en los mercados financieros organizados para la gestión de sus recursos. Asimismo, coordinará la actividad financiera del sector público vasco; inspeccionará y controlará, en su caso, las entidades de crédito vascas; y ejercerá labores de estudio e información sobre la actividad financiera pública y privada.

A nadie se le oculta que entre las funciones a desarrollar aspiramos a que la citada institución centralice los depósitos de cajas de ahorros y cooperativas de crédito vascas, por lo que algunos la han denominado futuro Banco Vasco.

No quisiera dejar en el tintero la tenue, a veces, preeminente, otras, centralización financiera que ha llevado a cabo la Administración central poniendo en evidencia muchas potencialidades del Estatuto vasco. La creación de la Corporación Bancaria de España da fe de ello y supone en la práctica un freno al ejercicio pleno de las competencias que en la ordenación del crédito oficial tienen algunas comunidades autónomas como la nuestra.

Por otra parte, es evidente la necesidad de avanzar seriamente en el proceso de traspaso del sistema de la Seguridad Social por parte de la Administración central. El sistema de Seguridad Social está sometido a una profunda transformación que no se quiere afrontar ni explicar. No puede seguir sosteniéndose sobre la base de conceptos anacrónicos y artificiales como los de "unidad de caja". Persistir en ese camino sería un error. De ahí que se deba asumir con valentía la realidad; discutirla y proyectarla hacia un modelo alternativo.

También hay que abordar el traspaso del INEM, incluyendo la gestión de las prestaciones económicas por desempleo, para poder ejercer una verdadera política de empleo y de

formación profesional que tanto demanda nuestro tejido económico e industrial.

Alguien podrá pensar que no viene a cuento plantear este tema en una reflexión sobre el Sistema Financiero Vasco, pero creo que al hablar del mismo, sobre todo en su versión pública, no podemos disociarlo del concepto de una hacienda integrada y completa.

En cualquier caso no quiero extenderme más en estas breves reflexiones, las cuales he teni-

do la oportunidad de realizar gracias a la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras y a la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, a quienes muestro mi agradecimiento. Deseo que este interesante número monográfico sobre el Sistema Financiero Vasco sirva de atalaya para contemplar una imagen más real de la economía de Euskadi, y se convierta en un instrumento para conocer y solventar mejor nuestros retos de futuro.

INTRODUCCION

Bajo la rúbrica "El sistema financiero del País Vasco", SUPLEMENTOS recoge, en esta ocasión, un conjunto de conferencias, producto de un proceso anterior de investigación, —y un amplio resumen de las intervenciones de importantes personalidades en diferentes mesas redondas— pronunciadas por destacados especialistas en el marco de un curso de verano de la Universidad del País Vasco, celebrado en el mes de septiembre pasado, en la ciudad de San Sebastián, organizado conjuntamente por la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras y la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas.

El fortalecimiento del sector servicios de la economía vasca se ha convertido en uno de los principales retos de la Comunidad Autónoma, y la vertebración de un mercado financiero adecuado a sus dimensiones, en una de sus principales necesidades. En efecto, el sector financiero del País Vasco está experimentando, en la actualidad, un intenso período de revitalización y crecimiento, que se apoya, en buena medida, en el gran interés del sector público vasco por impulsar y promover un mercado financiero fuerte, que cuente con los instrumentos y recursos necesarios para ofrecer financiación a los proyectos de inversión de las empresas vascas.

El sistema financiero deberá desempeñar, en la actual hora de crisis por la que atraviesa la economía vasca, un ambicioso objetivo: inyectar dinamismo en un tejido empresarial —especialmente el de las Pymes, espina dorsal del sistema productivo— comprometido en el inexcusable propósito de elevar los niveles de competitividad, impuestos por un mercado único, en el que habrá de desarrollar su actividad.

Ciertamente, este período de revitalización y crecimiento del sistema financiero vasco se enmarca necesariamente en el contexto de los condicionamientos derivados de la realización del mercado único, de la construcción de la unión

económica y monetaria, y de los avances en el proceso de integración europea.

Pues bien, el objeto del presente volumen es analizar —en el mencionado contexto— algunos de los principales aspectos del sistema financiero vasco. El contenido se divide en cuatro partes: el sistema crediticio, el mercado de valores, el ahorro y la fiscalidad, y el sistema financiero en relación al mundo empresarial.

SISTEMA CREDITICIO

En la primera parte se examina el sistema crediticio, el modelo vasco de cajas de ahorros y los problemas de las entidades financieras en el proceso de realización del mercado único. El sistema crediticio —estudiado por **Pedro Martínez de Alegría, Agustín Garmendia e Iñaki Beristain**— se contempla desde una amplia perspectiva —en la que se incluye un recorrido por los diversos "grupos de intermediación clásica" que operan en la Comunidad Autónoma del País Vasco (banca, cajas de ahorros y cooperativas de crédito)—, se analiza la red de oficinas y las cuotas de mercado de cada grupo, así como sus balances y cuentas de resultados durante el ejercicio de 1990, y se pasa revista a las características de las "sociedades especializadas" (sociedades de garantía recíproca, sociedades de capital-riesgo y sociedades de *leasing*).

El modelo vasco de cajas de ahorros sostiene que la integración más conveniente, para la consecución de una posición fuerte, es la fusión de las cajas con un respeto a los límites de operación previstos. La integración se logra a través de fusiones intraprovinciales no agresivas, y la cooperación se alcanza por la coordinación de las actividades financieras y operativas en las que la actuación conjunta generará economías de escala,

menores costes operativos y mayores niveles de servicio y rentabilidad.

Las entidades financieras en el mercado único europeo —que dio origen a una mesa redonda en torno a la cual se sentaron significados representantes del mundo financiero vasco como **José Ignacio Berroeta, Juan José Arrieta, Carlos Sistiaga, Manfred Nolte y Jesús Mijangos**— se encuentran ante un espacio financiero global, que aúna países y aumenta la competitividad, presenta necesidades crecientes de los usuarios y multiplica los segmentos de mercado. Las cajas vascas están realizando la adaptación a estas nuevas condiciones por una doble vía: por un lado, abordan su mercado tradicional, en el que se han hecho intensivas a través de su red de banca al por menor y especializada, y, por otro, hacen frente al resto de las ofertas de servicios más sofisticados mediante sociedades diferenciadas que tienen sus propias cuentas de resultados.

MERCADO DE VALORES

En la segunda parte se abordan los temas del mercado de valores en la CE, las bolsas de Bilbao y Barcelona, y el papel de las bolsas de valores en el futuro. Sobre el primer tema, **Juan Antonio Maroto y Elena Gil** concluyen que las pautas de comportamiento que parecen seguir los principales mercados de valores europeos —ante la integración de las bolsas en un mercado único— son la creciente relevancia de la inversión institucional (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión), la mejora de los servicios financieros (desde una doble perspectiva: productos homogéneos o estandarizados y productos diseñados para la cobertura de las necesidades específicas de cada inversor), el reforzamiento del proceso de desintermediación, la internacionalización y la desregulación de los mercados, la mejora de los sistemas automáticos de contratación y el desarrollo de los mercados no organizados (*over-the-counter*); asimismo, las principales áreas de cooperación entre los distintos mercados serán las relativas a la diseminación de precios y la negociación, y a la centralización de la compensación y la liquidación. Las bolsas locales mantendrán su importancia en la promoción de las nuevas salidas de empresas a Bolsa; y las sociedades radicadas en dichas bolsas locales, por su experiencia y conocimiento del mercado, seguirán presentando fuertes barreras de entrada respecto de otros competidores.

Por otra parte, se considera que la Bolsa de Bilbao y Bilbao Plaza Financiera son dos proyectos con una misión compartida. **Luis María Arregui** sitúa a la Bolsa de Bilbao como una empresa de servicios —de modo que el cliente sea el eje prin-

cipal alrededor del cual gire toda la actividad de la Sociedad Rectora—, que persigue una mayor presencia en el mercado continuo —incrementando su volumen de contratación y la cuota de mercado—, y, estratégicamente, que busca la diferenciación del resto de las bolsas —mediante la creación de un mercado de deuda pública vasca y la puesta en marcha de un mercado bursátil de ámbito estatal para las pequeñas y medianas empresas— y el acceso a nuevos mercados como los de renta fija y los de opciones y futuros.

Mayor importancia que la de una Bolsa consolidada se concede todavía —por su superior capacidad de generación de valor añadido— a una plaza financiera competitiva. Sin embargo, las condiciones que favorecen el desarrollo de una plaza financiera son, ciertamente, exigentes, y remiten a la existencia de instituciones públicas con poder de decisión local, a un tejido empresarial amplio y en crecimiento, a un sistema financiero desarrollado y diferenciado, a una suficiente dotación de infraestructuras y comunicaciones, y, en definitiva, a la presencia de centros de formación empresarial.

El papel de las bolsas de valores es objeto también de otra mesa redonda —donde intervienen notables directivos de diferentes sociedades del mercado de valores, como **Saturnino Anfosso, Alfonso Batalla, Pedro Viñolas, Javier Diez, Idoia Basterrechea y Luis María Arregui**—, en la que se analiza las bolsas de valores de ámbito reducido y se evalúa la alternativa de plaza financiera como solución específica para algunas de ellas.

El caso de Barcelona, que se trata expresamente desde la perspectiva de la asociación "Barcelona, Centro Financiero Europeo", es un buen ejemplo del esfuerzo por recuperar la importancia financiera que le corresponde a esa ciudad en relación con su peso económico.

AHORRO Y FISCALIDAD

La tercera parte se dedica al ahorro y al comportamiento financiero en el País Vasco, al concierto económico y la reforma, a las novedades en el régimen tributario del ahorro familiar invertido en productos financieros y vivienda, y al sistema financiero y las economías domésticas ante el ahorro.

En relación con el comportamiento financiero, **Francisco Alvira** destaca que las tendencias que se detectan apuntan a una reducción del número de ahorradores en el País Vasco —que parece va a mantenerse a medio plazo—, así como a una disminución del ahorro total en pesetas constantes. Por otra parte, observa que existe una gran estabilidad en el destino dado al ahorro a lo largo del período 1984-1991 —dirigido mayoritariamente a cuentas y depósitos—, que el ahorro sigue sien-

do una "virtud" tradicional que se mantiene en la Comunidad Autónoma —si bien se considera al gasto en salud, en educación propia y de los hijos como las mejores formas de inversión del ahorro—, que en los últimos diez años se ha logrado la total bancarización del consumidor vasco —con el aumento del número de clientes mixtos (a la vez en cajas y bancos)— y, finalmente, que la inversión en productos financieros está gobernada, en primer lugar, por la rentabilidad, seguida de la liquidez; a un nivel bastante más secundario, aparecen la inversión mínima y los gastos y comisiones, y en último lugar, la institución concreta que oferta el producto.

En materia impositiva, se señala que la posición del País Vasco es diferente según las figuras que se consideren —siguiendo la política tributaria de los diez años de concierto económico—, ya que dispone de distinto grado de capacidad normativa para alterar la regulación de los tributos concertados, básicamente el impuesto sobre el patrimonio y el impuesto sobre la renta de las personas físicas.

Por su parte, **Joaquín Soto** y **Fernando Pérez-Olivares** advierten que los propósitos básicos de las modificaciones impositivas introducidas a partir de 1992 en la tributación de los productos financieros son: impulsar el nivel de ahorro interno y evitar que el ahorro escape hacia los mercados extranjeros. Para ello, se introducen los planes de ahorro popular, se configura un mínimo exento para los rendimientos del capital, se suaviza el tratamiento de los incrementos de patrimonio y se mejora el régimen de los planes de pensiones. Las variaciones en el impuesto sobre el patrimonio que principalmente interesa contemplar, aluden a una nueva valoración de la vivienda propia, de los depósitos en instituciones financieras y de las participaciones en el capital social no cotizadas en mercados oficiales. Por lo demás, la nueva Ley consagra el principio de tributación individual o separada, aun ofreciendo la opción por la tributación conjunta, y establece al efecto una doble tarifa para atender a cada uno de los dos supuestos.

En la mesa redonda sobre "El sistema financiero y las economías domésticas ante el ahorro" —protagonizada por **Francisco Alvira**, **Jesús Muzas**, **Javier Saizar**, **Víctor Mujika** y **Elisabete Bizcarralgorra**— se subrayó que las orientaciones seguidas por las empresas financieras en sus innovaciones son la segmentación de la clientela, la personalización en la distribución y la gestión de la calidad. El estratega financiero, a la hora de diseñar un producto, tendrá que definir primero el grupo de posibles compradores y sus características. El *marketing* de las entidades se basará en la forma de hacer llegar los productos a la clientela, tendiendo cada vez más, en los actos de compraventa, a la personalización del cliente. Las entidades velarán por ofrecer una mayor receptividad hacia

el público y un tratamiento eficaz de las reclamaciones de los clientes, y mantendrán un criterio de calidad en la oferta de sus productos.

SISTEMA FINANCIERO Y EMPRESA

Por último, la parte cuarta se centra en el sistema financiero en relación con el mundo empresarial y en los productos financieros ofrecidos a las empresas.

El Instituto Vasco de Estudios e Investigación (IKEI) afirma en un estudio que la diferente estructura financiera de las empresas, atendiendo a tamaños y sectores de actividad, es evidente en el caso del País Vasco. En las grandes empresas —mayores de 500 empleos— dominan los recursos ajenos, y en las pequeñas y medianas —menores de 500 empleos—, los propios. En las primeras, prevalece el endeudamiento a medio y largo plazo; mientras que, en las segundas, se mantiene equilibrado entre los diferentes plazos. Los recursos ajenos provienen de préstamos de entidades de crédito en las grandes empresas, en mucha mayor proporción que en las pequeñas y medianas. Los datos no permiten diferenciar, sin embargo, si el mayor peso de los recursos propios se debe a la robustez de la política financiera de las PYME o es la consecuencia forzosa de una mayor dificultad de acceso al crédito bancario. El efecto es inmediato: de prevalecer esta última razón, las PYME, sin capacidad para aumentar sus fondos propios, se enfrentarían a una limitación de recursos para financiar inversiones de ampliación de su capacidad productiva. La lectura de los datos parece mostrar también que, en las PYME, la estructura temporal de los fondos ajenos está más sesgada hacia el corto plazo, debido, sobre todo, a la mayor importancia (aunque ésta sea decreciente) del descuento de letras.

En fin, la debilidad generalizada de la estructura financiera de las empresas, tanto por su tasa de endeudamiento como por la estructura temporal de esta última, convierte al reforzamiento de los fondos propios en un objetivo estratégico de cara a un mercado caracterizado por la innovación y la competitividad. Este es el contexto en el que se enmarca la propuesta de utilización de la sociedad de préstamos participativos, que se configura como una sociedad de intermediación financiera que aporta a las empresas recursos a plazo fijo con carácter de fondos propios.

En la mesa redonda sobre la "Empresa y las entidades financieras" —en la que intervienen destacados representantes de ambos ámbitos como **José María Ruiz**, **Javier Hernández**, **Gabriel Astiz**, **Jesús Alberdi** y **Xabier Alkorta**— se insiste en el deterioro de la liquidez empresarial como consecuencia del ascenso de los costes financieros, se

demanda la disponibilidad de fondos a precios competitivos para mejorar la competitividad del entramado industrial, y se presenta como urgente la actuación decidida en el asesoramiento en favor de las PYME.

Se subrayó que la contribución de las entidades crediticias a la financiación permanente de las empresas —participando en su capital— está cobrando progresivamente una mayor vigencia, a través de fórmulas como el capital-riesgo, las sociedades de garantía recíproca y los convenios de colaboración; fórmulas que están dando —y presumiblemente seguirán dando en el futuro— un juego muy importante en el proceso de colaboración entre las entidades financieras y las empresas. Por su parte, las cajas de ahorros, como resultado de la fusión, han comenzado a liberar recursos personales y materiales que ponen al servicio de las empre-

sas, lo que está introduciendo, vía mercado, un factor de mayor competencia y eficiencia en el funcionamiento del sistema financiero.

En definitiva, el volumen que el lector tiene en sus manos le permitirá hacerse una idea clara de los principales problemas que afectan hoy —desde la perspectiva de la Comunidad Autónoma del País Vasco— al sistema crediticio, a los mercados de valores, al ahorro y la fiscalidad, y al sistema financiero y a las empresas. Perspectiva que, obviamente, se inscribe en el contexto de los mercados español y comunitario, y que sustenta un debate de mayor calado, en el que los requerimientos de la solidaridad interregional, la equidad territorial y la cohesión —inherentes a los mecanismos redistributivos de carácter social—, y los de la convergencia hacia la Unión Económica y Monetaria, constituyen las variables determinantes.

I. SISTEMA CREDITICIO

EL SISTEMA CREDITICIO VASCO

Iñaki BERISTAIN ETXABE
Agustín GARMENDIA IRIBAR
Pedro MARTINEZ DE ALEGRIA PINEDO

I. INTRODUCCION

El propósito de este artículo es de ofrecer una visión descriptiva del sistema financiero vasco. Para ello, se realiza un recorrido por los diversos grupos de instituciones que operan en la Comunidad Autónoma del País Vasco (en adelante, CAPV), para, a continuación, analizar la red de oficinas y las cuotas de mercado de cada grupo, medida en saldos captados de los acreedores privados y en créditos concedidos.

Se revisan después las principales características del balance y de la cuenta de resultados de cada uno de los grupos financieros, tratando de identificar las causas explicativas de su comportamiento.

Tras el recorrido por lo que pudiera denominarse "grupos de intermediación clásica" —esto es, banca, cajas de ahorros y cooperativas de crédito—, se analizan las características de las "sociedades especializadas", como las de garantía recíproca (de importante arraigo en la CAPV), las de capital-riesgo y, por fin, las de *leasing*, a fin de ofrecer una panorámica más completa.

II. ANALISIS POR GRUPOS

1. Banca

Una primera definición de la actividad bancaria viene recogida en la Ley de Ordenación Bancaria, según la cual ejercen el comercio de banca las personas naturales o jurídicas que, con habitualidad y ánimo de lucro, reciben del público, en forma de depósito irregular o en otras análogas, fondos que se aplican por cuenta propia a operaciones activas de crédito y a otras inversiones con arreglo a los usos mercantiles, prestando además a su clientela diversos servicios susceptibles de cobro.

A las características que se derivan de la definición anterior —*habitualidad, ánimo de lucro y actuación bancaria*— hay que añadir el hecho de que se trata de *sociedades anónimas de carácter privado*. En la actualidad, la organización de los principales bancos del mundo reviste este carácter privado, por ser no sólo el más antiguo, sino el más extendido.

Para clasificar a la banca privada, podemos atender a diversos criterios. Así, según su *nacionalidad*, podemos hablar de *bancos españoles* (constituidos por personas físicas mayoritariamente españolas y con capital español, de acuerdo con los preceptos de la legislación vigente) y de *bancos extranjeros* (creados por sociedades constituidas en el exterior, con capital extranjero y domicilio principal en otros países).

Según su *ámbito geográfico* de actuación, podemos distinguir además entre bancos *nacionales, regionales y locales*. Esta clasificación dejó de tener vigencia —al igual que lo hiciera la clasificación atendiendo a criterios de la naturaleza de los bancos, que distinguía entre bancos *comerciales* o *industriales*— a partir de la reforma bancaria de 1974.

La creación de nuevos bancos en España deberá de ser autorizada por el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España. La futura entidad deberá contar al menos con dos personas que determinen de modo efectivo la orientación del banco, las cuales deberán poseer la honorabilidad necesaria y experiencia adecuada para ejercer sus funciones.

Las solicitudes deberán acreditar el cumplimiento de los siguientes objetivos: seguridad del ahorro, aumento de la productividad del sistema bancario, mayor homogeneidad de la concurrencia entre diversas redes bancarias y una gama más amplia de servicios bancarios en relación con la población y las actividades económicas de la zona.

Los promotores deberán depositar en el Banco de España un 20 por 100 del capital fundacional previsto, además de presentar un programa de actividades en el que se indique el tipo de operaciones a realizar y se explique la estructura organizativa del banco.

En cuanto a los requisitos de solvencia de la nueva entidad bancaria, existe la obligatoriedad de cubrir un capital mínimo de 1.500 millones de pesetas. El capital deberá estar desembolsado en un 50 por 100 como mínimo, teniendo un plazo de dos años para desembolsar el resto, exigiéndose además el desembolso de una prima de emisión del 100 por 100 del capital como mínimo, que figurará en una cuenta aparte, de la que no se podrá disponer sin previa autorización de la autoridad competente.

Una vez aprobada la creación de un nuevo banco, éste estará sometido a una serie de limitaciones durante los cinco primeros años de su vida, que pueden resumirse como sigue:

- No se pueden ceder, transferir, gravar o pignorar sus acciones sin autorización expresa, por motivos excepcionales, de la autoridad competente.
- Los derechos de suscripción, en los casos de ampliación del capital, tampoco podrán ser cedidos a terceros sin autorización.
- No podrán repartir dividendos durante los tres primeros años, llevándolos a una cuenta especial de reservas.
- En este intervalo de tiempo, tres primeros años, tampoco podrán proceder a la apertura de más de tres oficinas, incluyendo la principal, salvo autorización expresa del Banco de España.

El número y tipo de operaciones bancarias llevadas a cabo por la banca privada ha ido creciendo de forma incesante en los últimos tiempos, pasando de la realización de tres grandes tipos de operaciones, clasificadas en:

- pasivas, o de captación de recursos;
- activas, o de inversión de esos recursos captados, y
- servicios prestados a la clientela,

a diversificar sus actividades con operaciones de cesión de activos, desintermediación y nuevos negocios, como los asociados a seguros, previsión, fondos de inversión, gestión de carteras, etcétera.

2. Cajas de Ahorros

Naturaleza pública o privada

La naturaleza pública o privada de las Cajas de Ahorros es una cuestión no pacífica en la doctrina, en la que existen opiniones distintas, desde la que considera que todas las cajas son entidades privadas hasta la que entiende que todas son entidades

públicas, pasando por la que sostiene que son de carácter público o privado dependiendo del carácter de sus entidades fundadoras (entidades públicas o privadas).

La Ley 31/1985, de 2 de agosto, "de Regulación de las Normas Básicas sobre Organos Rectores de Cajas de Ahorros", tampoco contiene una certificación legal de su naturaleza jurídica pública o privada. En el preámbulo de esta Ley, se define a las cajas de ahorros como *entes de carácter social* que, dado el *marco territorial* en que fundamentalmente desarrollan su actividad, exigen una *plena democratización de sus órganos rectores*, de forma que puedan expresarse en ellos todos los intereses genéricos de las zonas sobre las que las cajas actúan.

En la recientemente aprobada Ley de Cajas de Ahorros de Euskadi se define a aquéllas como *instituciones financieras, de fundación pública o privada, exentas de lucro mercantil, no dependientes de ninguna otra empresa y dedicadas a la administración, captación e inversiones del ahorro*. Sus objetivos propios serán el *fomento del ahorro, la realización de las operaciones económicas y financieras permitidas por las leyes*, a través de políticas que garanticen la estabilidad y la seguridad de los fondos en ellas depositadas, y el *desarrollo de aquellas actividades que contribuyen a la mejora de su zona de actuación*, en especial, *la Obra Benéfico-Social*.

Origen de las Cajas de Ahorros y su carácter social

Si observamos las fechas de fundación de las primeras cajas de ahorros en determinados países, constataremos que la difusión de la idea de cajas de ahorros por todo el mundo se realizó dentro de un plazo de tiempo notablemente corto.

Hubo dos centros a partir de los cuales las cajas de ahorros se extendieron a todo el mundo. El primero fue Alemania, país en el que se inspiraron Suiza y Austria para sus primeras cajas. El segundo fue Gran Bretaña (Escocia e Inglaterra), con modelos en los que se inspiraron países como Estados Unidos, Australia, Suecia, Finlandia y Noruega.

Desde los primeros momentos del movimiento, hubo dos formas diferentes de cajas de ahorros: *la de asociación*, modelo desarrollado con base en los de Inglaterra y Escocia, y *la de fundación*, modelo desarrollado en Alemania.

En el primer tipo, los asociados que fundaban una caja de ahorros prestaban su garantía a los depositantes. En el modelo de fundación, eran las autoridades locales quienes prestaban su garantía a los depositantes. En países como Italia y España, se desarrollaron cajas de ambos modelos.

En su origen, las cajas aparecen estrechamente vinculadas a instituciones benéficas con un objeto social de situar en capas respetables de la sociedad a los grupos sociales que podían ahorrar.

En la evolución acelerada que se ha producido con los años, el aspecto benéfico-social de las cajas ha experimentado una transformación importante; pero, en todo caso, es necesario resaltar que el *distintivo benéfico-social* es consustancial a las Cajas, y complementario a su relevante función como entidades de crédito.

Entre los *rasgos distintivos* de las cajas, se cuentan la dedicación preferente a la banca de las familias y pequeñas empresas, la necesidad consiguiente de minimizar los riesgos y ofrecer colocación segura a los ahorros de las economías modestas, la preocupación por la economía de la localidad donde se actúa, el respeto del territorio de otras cajas de ahorros y el énfasis en la colaboración entre éstas.

La revolución que se ha producido en la banca en estos últimos años, como fruto de un enfoque primordialmente de *marketing* y de una intensiva aplicación de nuevas tecnologías, ha llevado a las cajas de ahorros desde las libretas, cuentas de ahorros sencillas y un repertorio reducido de formas de préstamo, hasta una posición en la que abarcan todo tipo de actividades financieras, complementadas con nuevas actividades como los seguros de vida, los fondos de inversión, fondos de pensiones, mercado de capitales, etcétera.

Las cajas son, en la actualidad, unos intermediarios financieros que prestan todo tipo de servicios financieros, y que se dedican a una actividad de especial delicadeza y riesgo no sólo para quienes la realizan, sino también para quienes operan con ellas y para la estabilidad económica en general. Las cajas son entidades de crédito que, mediante la administración de los depósitos ajenos, obtienen excedentes que les permiten acometer la ejecución de sus obras sociales.

Organos de gobierno

En virtud de sus competencias en el ámbito financiero, el Gobierno Vasco ha elaborado la normativa que regula los órganos de gobierno de las cajas de ahorros de la CAPV. El Departamento de Hacienda y Finanzas, por medio de la Ley de Cajas de Ahorros de Euskadi, establece la siguiente composición de la Asamblea General como órgano supremo de gobierno y decisión de las cajas de ahorros: 22 por 100 para las entidades fundadoras, 41 por 100 para los impositores cuyos depósitos son administrados por las cajas, 32 por 100 para las corporaciones municipales en cuyo término tengan abiertas oficinas y 5 por 100 para los propios empleados.

No todas las comunidades autónomas tienen la misma regulación de órganos de gobierno. Así, en Cataluña y en Galicia se da un mayor peso a la presencia de entidades fundadoras y, asimismo, se admite la presencia en los órganos de gobierno de las cajas de ahorros de otras instituciones significativas, desde el punto de vista económico-social, en su zona de actuación.

Los principales problemas con que se enfrentan las cajas de ahorros en la actualidad hacen referencia a la capitalización, a la consecución de un tamaño óptimo y a las posibilidades de expansión.

Capitalización

La autoridad monetaria exige a todas las entidades de depósito mantener un volumen suficiente de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos. Esta relación se expresa en el coeficiente de garantía, que tiene una doble acepción: coeficiente de garantía genérico y coeficiente de garantía específico.

En cuanto al grado de cumplimiento del coeficiente de recursos propios a finales de 1990, puede hacerse una valoración positiva, ya que todas las cajas de ahorros tenían un coeficiente global superior al mínimo exigido, y únicamente tres de ellas, de reducida dimensión, presentaban algún déficit en la cobertura del coeficiente específico (gráficos 1 y 2).

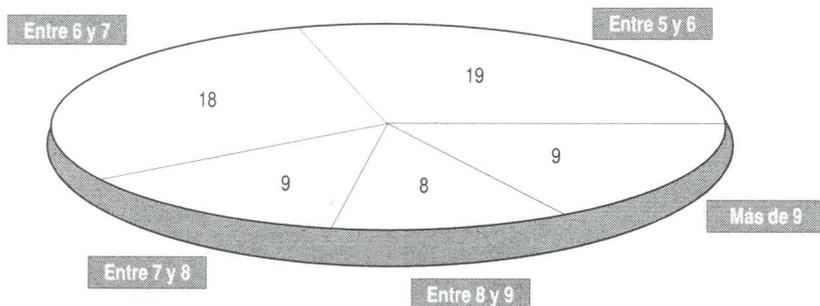
Si aplicáramos la normativa comunitaria (menos exigente que la vigente actualmente en España), que establece un coeficiente de solvencia de al menos el 8 por 100, aplicándose ponderaciones distintas a las inversiones en riesgo, se obtiene un coeficiente medio de solvencia del sector del 14,7 por 100, que se sitúa entre 6 y 7 puntos por encima del mínimo exigido.

La forma de aumentar estos recursos propios, de modo que no suponga la pérdida de las características diferenciadoras de las cajas de ahorros es, hoy en día, uno de los principales problemas de estas instituciones (cuadro núm. 1).

La vía principal que tienen las cajas de ahorros para consolidar sus recursos propios es la de generar beneficios, dado que, por su naturaleza societaria, tienen limitadas posibilidades de acudir al mercado de capitales.

El problema viene originado por una creciente competencia en el mercado de banca al por menor —lo que refuerza a las entidades financieras a ampliar sus actividades y la oferta de productos y servicios, con la consiguiente necesidad de fondos— y por la exigencia por parte de las autoridades comunitarias de mejorar los niveles de solvencia, lo que hace que, para muchas Cajas, los excedentes

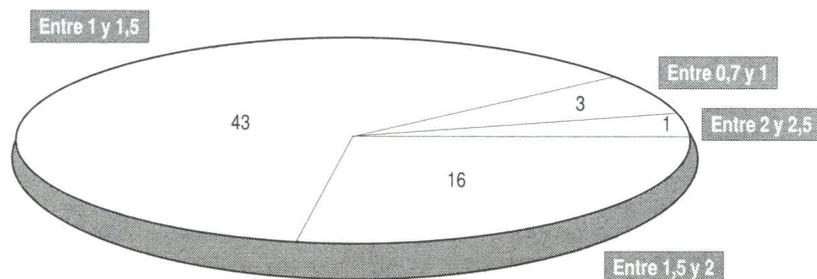
GRAFICO 1
CAJAS DE AHORROS
Coef. de recursos propios-global



Fuente: CECA

MINIMO EXIGIDO: 5%

GRAFICO 2
CAJAS DE AHORROS
Coef. de recursos propios-específicos



Fuente: CECA

MINIMO EXIGIDO: 1%

generados sean insuficientes para satisfacer tales exigencias adecuadamente.

Si bien desde que el Banco de España empezara a elevar el nivel de fondos propios exigidos se ha reducido el número de cajas de ahorros que no llegan a cumplir el requisito, el proceso de estrechamiento de márgenes y el aumento de la competencia hacen que cada vez sea más difícil obtener beneficios crecientes, por lo que se está hablando ya de la utilización de nuevos instrumentos de capital a escala europea.

Para solventar el problema de escasez de recursos, se han propuesto dos soluciones: la emisión de deuda subordinada y la emisión de cuotas participativas.

El primer instrumento consiste en obligaciones no garantizadas y subordinadas a los derechos de los depositantes, pudiendo devengar un tipo de interés fijo o variable, y siendo su plazo de amortización de entre 5 y 10 años.

Las cuotas participativas por su parte, se caracterizan porque reciben un dividendo del beneficio, pudiendo, en caso de necesidad, suspenderse el pago del citado dividendo. Este tipo de activos son equivalentes a las acciones preferentes con participación emitidas por las sociedades ordinarias.

El Comité de Ordenación Bancaria y Prácticas de Supervisión de Basilea describe a estos instrumentos como híbridos (deuda/acciones) y establece para ellos los siguientes requisitos:

- ser subordinados, liberados y no garantizados;

ESQUEMA 1
REGULACION LEGAL DE LOS RECURSOS PROPIOS

RECURSOS PROPIOS DE LAS CAJAS DE AHORROS:

- FONDOS FUNDACIONALES.
- RESERVAS.
- PROVISIONES GENERICAS.
- FONDOS DE OBRA SOCIAL (HASTA EL VALOR DE LOS INMUEBLES).
- OBLIGACIONES SUBORDINADAS.
- CUOTAS PARTICIPATIVAS.

COEFICIENTE DE GARANTIA:

- COEFICIENTE GENERICO: RECURSOS PROPIOS NO INFERIORES AL 4 POR 100 DEL CONJUNTO DE INVERSIONES REALES Y FINANCIERAS.
 - COEFICIENTE ESPECIFICO: Recursos propios no inferiores a la suma de los saldos de los distintos tipos de activos multiplicados por coeficientes específicos de riesgo (*Efectivo y Depósitos Bco. España 0,25 por 100, Activos sobre Entidades de Crédito 1 por 100, Activos con garantía hipotecaria 3 por 100, Resto de Créditos 6 por 100, Acciones-Participaciones 8 por 100, Activo Real 25 por 100, Activo Ficticio 100 por 100*).
- RECARGOS DE CONCENTRACION.**•

REGULACION COMUNITARIA

- no ser redimibles a iniciativa del tenedor o sin el consentimiento previo de la autoridad de vigilancia;
- estar disponibles para compensar pérdidas sin que la entidad se vea obligada a suspender sus actividades (a diferencia de la deuda subordinada convencional);
- permitir el aplazamiento del pago de las obligaciones si la rentabilidad de la institución financiera no hace posible dicho pago.

Las autoridades españolas limitan actualmente al 30 por 100 el porcentaje de deuda subordinada dentro del capital total.

La deuda subordinada, que es más conocida que las cuotas participativas, presenta el inconveniente de que el impago de la deuda obliga a la li-

ESQUEMA 2
NUEVOS INSTRUMENTOS DE CAPITAL

OBLIGACIONES SUBORDINADAS

(Ley 13/85 de 25 de Mayo, R.D. 1370/85).

- Empréstitos.
- Normalmente a tipos de interés variable.
- Amortización a fecha fija (5 y 10 años).
- Los titulares, a efectos de prelación de créditos, se sitúan tras los acreedores comunes.
- Intereses: No se cobran en el supuesto de que la entidad emisora presente una cuenta de resultados con pérdidas, en el semestre natural último.
- Rendimientos sujetos a retención a cuenta como rendimientos de capital mobiliario (25 por 100).
- Emisión, transmisión, cancelación y reembolso de las obligaciones subsidiarias exentas del impuesto de transmisiones.

CUOTAS PARTICIPATIVAS

(R.D. 664/1990)

- Valores negociables nominativos.
- No otorgan derechos políticos.
- Derechos económicos: participar en el reparto de excedentes, obtener el reembolso en caso de liquidación, suscripción preferente nuevas emisiones.
- *Fondo de estabilización* para moderar las fluctuaciones excesivas en la retribución anual de las cuotas participativas.
- Retribución en función de los excedentes de libre disposición.
- Al igual que las reservas, se aplicarán, en su caso, a la compensación de pérdidas.
- Verificación previa del Banco de España y comprobación de la computabilidad como recurso propio.

quidación, mientras que el dividendo sobre las cuotas se puede suspender en momentos de apuro sin que ello suponga la liquidación.

Las *limitaciones* de estos nuevos instrumentos de capital se basan, principalmente, en la necesidad de un tamaño mínimo para afrontar los costes mínimos de la emisión, que dificulta el uso de estos instrumentos por las entidades de menor tamaño, no siendo adecuados tales instrumentos para el caso de cajas de ahorros que tengan dificultades para la cobertura de los requisitos de solvencia, ya que el propio mercado exige un buen histo-

CUADRO NUM. 1
COEFICIENTES DE GARANTIA DE LAS CAJAS DE AHORROS EUROPEAS 1980-1990
(Capital y reservas en relación con los activos totales)

PAIS	1980	1983	1986	1987	1988
Comunidad Económica Europea					
Bélgica	3,5	2,6	3,0	3,2	3,6
Dinamarca	8,4	9,2	8,7	9,3	9,0
Francia	6,1	7,7	2,4	3,0	3,5
Alemania	4,5	4,7	4,9	5,0	5,0
Irlanda	2,7	3,1	2,7	2,8	2,7
Italia	3,2	4,0	6,7	7,5	7,9
Holanda	6,3	7,6	9,5	9,9	9,6
España	—	—	5,0	5,2	5,1

rial de rentabilidad. Este hecho hace que la utilidad de estos instrumentos sea mínima para aquellos que más los necesitan.

A fin de solventar estas limitaciones, se barajan distintas posibilidades a escala europea, entre las que cabe citar: la creación de una gran caja de ahorros central participada por el resto (en el caso español, esta solución no podría arbitrarse, ya que las autoridades prohíben a las cajas de ahorros poseer títulos de otras cajas), la separación de la caja de ahorros de la Fundación (la Fundación sería una especie de sociedad de cartera que poseería los títulos de la caja) y la conversión en sociedad limitada de carácter público.

Dimensión

Este es otro de los problemas que acechan a las cajas de ahorros. Se ha discutido mucho sobre la existencia o no de economías de escala asociadas al tamaño de la entidad.

La evidencia empírica de estudios recientes, tendientes a evaluar la existencia de economías de escala asociadas al tamaño, parece mostrar una sensibilidad menor de las cajas de ahorros a este fenómeno.

Territorialidad y expansión

La vinculación de su actividad a una determinada zona territorial es también distintivo de las cajas de ahorros, y no sólo aquí en España, sino en distintos países europeos.

Hasta fechas recientes, la expansión territorial de las cajas de ahorros ha estado limitada. La Orden de 20 de diciembre de 1979 permitía a las cajas abrir oficinas dentro del territorio de su Comunidad Autónoma; fuera de este territorio, solamente las cajas con más de 50.000 millones de pesetas podían establecer un número muy limitado de oficinas en las plazas de Madrid, Barcelona, Bilbao, Valencia y Zaragoza.

El Real Decreto 1582/1988, de 29 de diciembre, estableció el principio de libertad de expansión para las Cajas de ahorros en el territorio español, sin limitación alguna en principio, salvo que el Ministerio de Economía las estableciera, lo que puede hacer hasta el 31 de diciembre de 1992. Para el establecimiento de oficinas en el extranjero, tanto operativas como de representación, se sigue requiriendo la autorización discrecional del Banco de España.

Las cajas catalanas y la de Madrid son las que tienen una mayor presencia de oficinas en otras comunidades autónomas. Madrid se caracteriza por la presencia de cajas de todas las comunidades autónomas en su territorio.

3. Cooperativas de crédito

Son entidades de crédito que se caracterizan por ser sociedades cooperativas, y como tales están sometidas a la legislación general sobre cooperativas; además, son entidades de depósito, debiendo de observar la normativa referida a los intermediarios bancarios vigente en cada momento.

En virtud de su doble naturaleza, dependen del Ministerio de Trabajo, del Ministerio de Economía y Hacienda, del Banco de España y, en su caso, de las comunidades autónomas que tengan asumidas competencias en esta materia.

De este modo, entendemos que son cooperativas de crédito aquellas entidades que, rigiéndose por las disposiciones generales en materia de cooperación, tengan por objeto social el servicio exclusivo a entidades cooperativas a ellas asociadas y a sus socios. Pueden admitir imposiciones de fondos y realizar los servicios de banca necesarios que sirvan para el mejor cumplimiento de los fines cooperativos.

Este tipo de instituciones puede, por tanto, captar depósitos de terceros y realizar con ellos y sus socios todo tipo de operaciones pasivas, estando limitada la realización de operaciones activas únicamente a las que se hagan con sus socios y con terceros no socios hasta un límite del 15 por 100 de sus recursos totales.

Se pueden clasificar en dos grandes grupos:

- *Cajas rurales o cooperativas de crédito agrícola.* Promovidas por cooperativas del campo y sociedades agrarias, pudiendo financiar únicamente al sector primario.

- *Cooperativas de crédito no agrarias, de carácter industrial y urbano,* que tienen su origen en asociaciones y cooperativas gremiales y profesionales.

Para la creación de entidades de crédito cooperativo, deben de tenerse en cuenta los siguientes aspectos:

- Los promotores han de solicitar la autorización al Ministerio de Economía y Hacienda, acompañada de memoria justificativa, estatutos y justificante de ingreso en el Banco de España del capital exigible. Pasado este trámite, el expediente se remite al Ministerio de Trabajo, el cual, tras las comprobaciones pertinentes, lo inscribirá en el registro correspondiente.

- El capital fundacional de las cooperativas de crédito oscila entre 50 millones, para poblaciones de menos de 100.000 habitantes, y 300 millones, para Madrid y Barcelona.

- En el momento de la constitución, el capital deberá estar desembolsado en el Banco de España.

ña en un 50 por 100 como mínimo; el resto, antes de los dos años a partir de ese momento.

- El valor de la participación de una persona o grupo en el capital no podrá superar un tercio del total.

Tienen, además, limitaciones en lo referente a la apertura de nuevas sucursales durante los primeros años, no pudiendo ceder o transferir *inter-vivos* las aportaciones al capital de los socios sin autorización expresa del Banco de España, ni pagar los intereses correspondientes al capital durante el primer año, ni repartir retornos cooperativos en los primeros ejercicios de actividad.

Sus órganos de gobierno son la Asamblea General, el Consejo Rector y los interventores de cuentas.

III. COMPOSICION

1. Análisis de la red de oficinas

España

Como primer paso para analizar la composición y distribución de los distintos tipos de entidades financieras que operan en España, vamos a comenzar por estudiar la distribución de la red de oficinas (cuadro núm. 2 y gráfico 3).

De la observación de los datos anteriores deducimos que, en el ámbito del Estado, la banca privada posee la red de oficinas más tupida, con el 48 por 100 del total, seguida de las cajas de ahorros, que tienen un 44 por 100 del total de oficinas, y de las cooperativas de crédito, con un 8 por 100.

En cuanto a la evolución temporal seguida por esta variable en los últimos años, observamos que son las cajas de ahorros las que mayor índice de crecimiento presentan desde 1982, llegando a tener un crecimiento acumulado del 142 por 100. La banca privada, por su parte, mantiene estable su número de oficinas operativas con ligeras variaciones, mientras que las cooperativas de crédito presentan una tasa negativa de crecimiento, como consecuencia de una mayor intensidad del proceso de reestructuración y reordenación del sector en este tipo de instituciones (gráfico 4).

CUADRO NUM. 2
ESPAÑA: NUMERO DE OFICINAS POR GRUPOS.
SITUACION AL 31-3-92

	TOTAL	Porcentaje
BANCA	17.020	47,4
CAJAS DE AHORROS (*)	15.803	44,0
COOPERATIVAS DE CREDITO	2.983	8,2
CREDITO OFICIAL	101	0,3
BANCO DE ESPAÑA	53	0,1
TOTAL	35.915	100

(*) Incluyendo a Caja Postal.

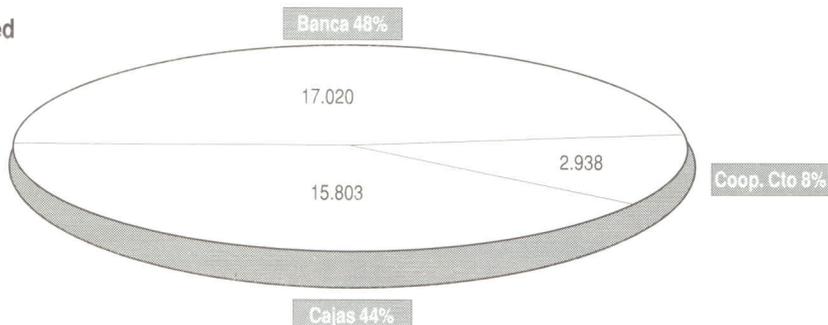
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

De la observación de la distribución geográfica de la red de oficinas operativas por comunidades autónomas, que figura en el gráfico 5, se desprende que Cataluña, es el territorio con mayor número de oficinas, seguido de Madrid; si bien en aquél se produce un predominio de cajas de ahorros, mientras que en éste, el número de bancos operantes duplica al de cajas de ahorros.

GRAFICO 3

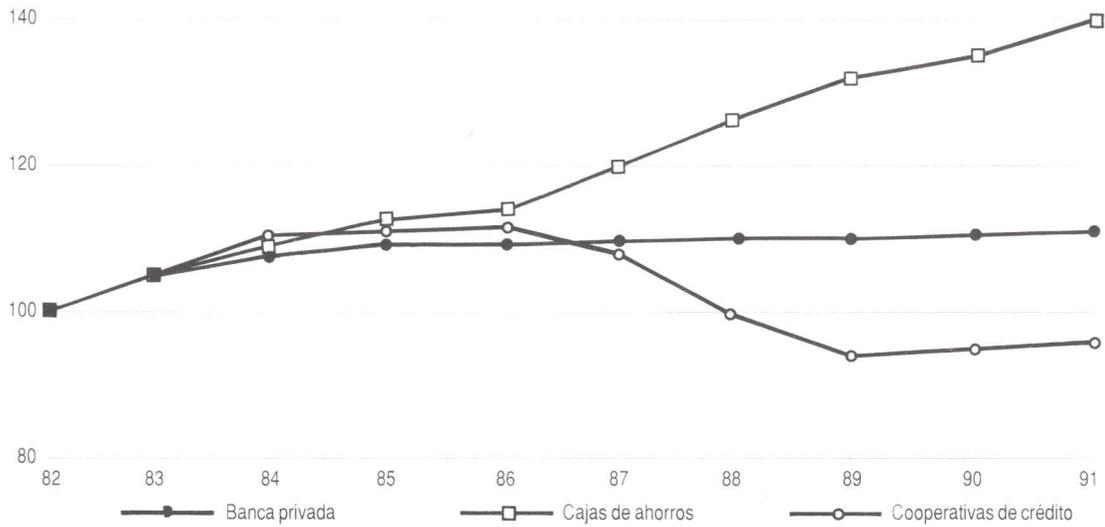
OFICINAS OPERATIVAS EN ESPAÑA I Trimestre 1991

BANCA: Posee la red más tupida, casi la mitad del total



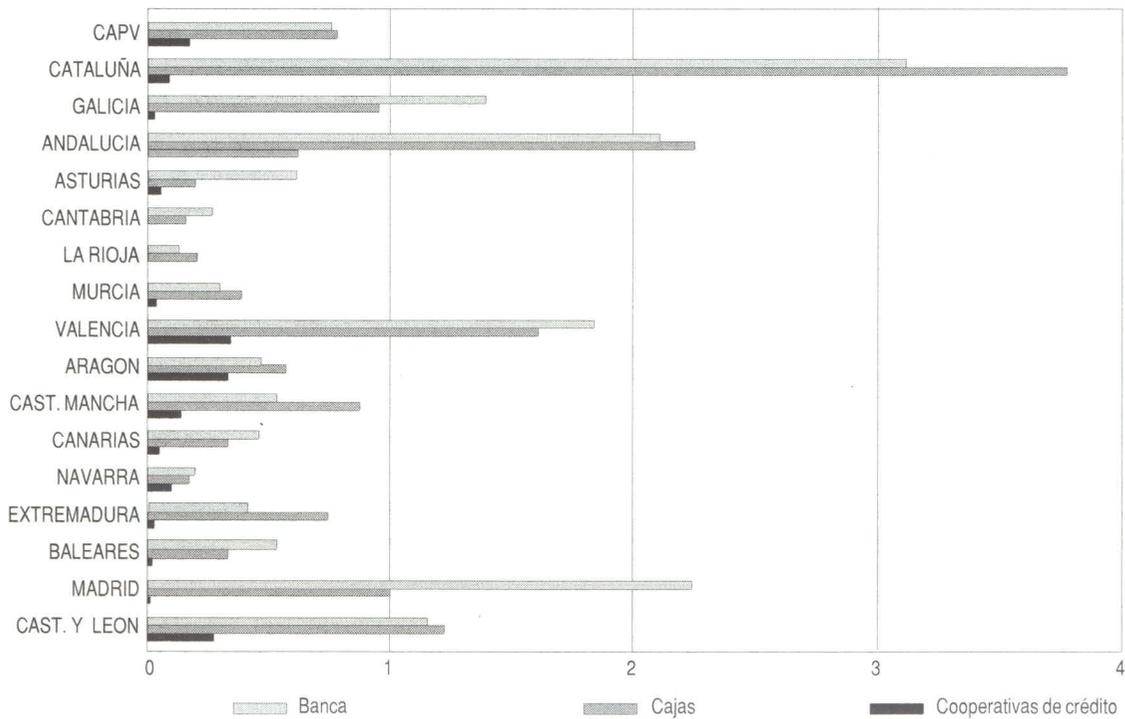
Fuente: B.E.

GRAFICO 4
OFICINAS OPERATIVAS EN ESPAÑA
1982=100 tasa de crecimiento



Fuente: B.E. -VII- 40

GRAFICO 5
NUMERO DE OFICINAS POR AUTONOMIAS
I Trimestre 1991



Fuente: B.E. -VII- 41

Las regiones que, por otra parte, menor número de oficinas tienen son La Rioja y Cantabria respectivamente.

Comunidad Autónoma del País Vasco

Si contemplamos la presencia por territorio histórico de cada uno de los grupos, vemos que hay un mayor número de bancos en Vizcaya y Guipúzcoa, mientras que en Alava las cajas de ahorros son el grupo más numeroso (gráfico 6).

A diferencia de lo que ha ocurrido en el conjunto de España, las cooperativas de crédito han seguido un movimiento especialmente dinámico en cuanto a la apertura de nuevas oficinas se refiere, alcanzando un índice del 129 por 100, con particular intensidad en Vizcaya. Otro de los aspectos diferenciadores de la CAPV es el parecido ritmo de expansión de la red de oficinas de la banca y de las cajas de ahorros, con un índice de crecimiento de 103 y 104 por 100 respectivamente (gráfico 7).

En lo referente al número de oficinas operativas, y como aspecto diferencial de la CAPV, puede señalarse una sensible mayor implantación de las cooperativas de crédito (11 por 100 de cuota frente al 8 por 100 en España).

Comparación-ratios

Los siguientes datos dan una idea relativa del grado de bancarización del País Vasco en relación con el resto de España (cuadro núm. 4).

En relación con el resto de países europeos, España es el país más bancarizado; esto es, el que posee menor *ratio* comparativo de habitantes por oficina.

Dentro de la CAPV, Alava es el territorio que mayor grado de bancarización presenta, con 935 habitantes por oficina. Este hecho viene influido por una menor densidad de población, ya que el peso específico del sector primario es elevado, y porque en Alava está la capital política y administrativa de la CAPV.

El promedio de saldos depositados en el sistema financiero por persona es, en la CAPV, más elevado que en el resto de España, excepción hecha de Vizcaya, en donde es ligeramente inferior a la media.

La productividad de las oficinas operantes en el territorio, medida por el volumen de depósitos captados por oficina bancaria, es sensiblemente superior a la media española, destacando de forma especial las oficinas alavesas, que presentan un excelente *ratio* (gráfico 8).

2. Cuotas de mercado

En cuanto a la captación de recursos privados en la CAPV, las cajas de ahorros poseen el mayor nivel de cuota de mercado con un 50,46 por 100 de los depósitos, de los que 50,25 por 100 corresponden a las cajas de la CAPV y el resto a cajas provenientes de fuera de la Comunidad Autónoma.

CUADRO NUM. 3
PAIS VASCO: NUMERO DE OFICINAS POR PROVINCIAS.
SITUACION AL 31-3-91

	ALAVA	GUIPUZCOA	VIZCAYA	TOTAL
BANCA	103	268	378	749
CAJAS DE AHORROS (*)	161	250	345	756
COOPERATIVAS DE CRÉDITO	29	68	90	187
CRÉDITO OFICIAL	2	1	2	5
BANCO DE ESPAÑA	1	1	1	3
TOTAL	296	588	816	1.700

(*) Incluyendo a Caja Postal.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

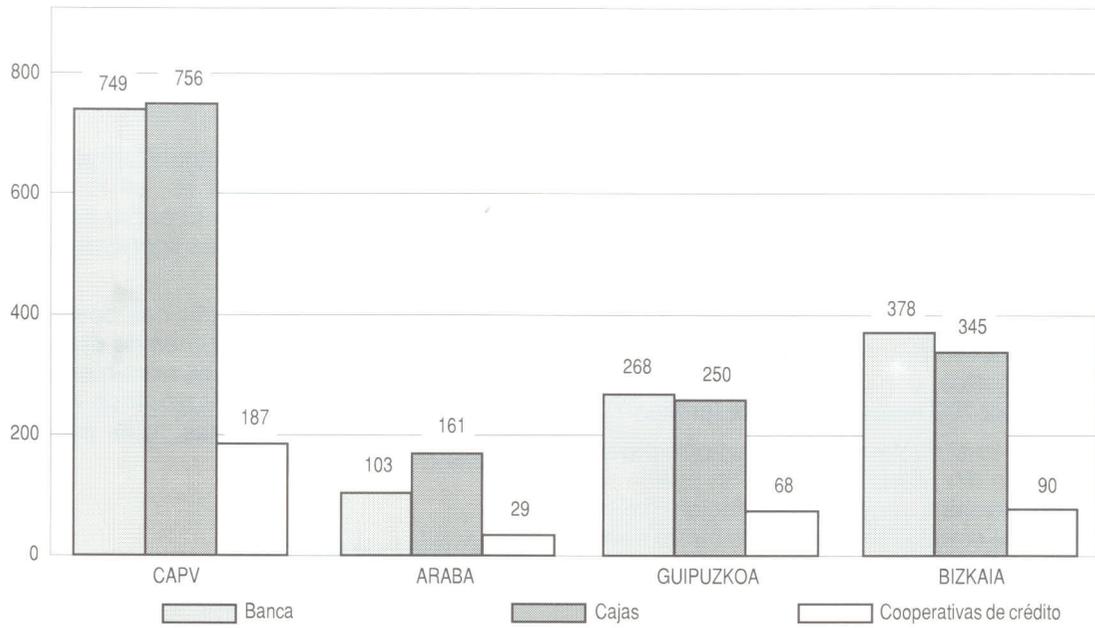
CUADRO NUM. 4
SITUACION AL 1-1-90

	HABITANTES	OFICINAS	DEPOSITOS	HAB./OFIC.	DEPO./HAB.(*)	DEPO./OFIC.(*)
ALAVA	277.734	297	295.125	935,1	1,06	993,7
GUIPUZCOA	697.918	580	936.969	1.203,3	1,34	1.615,5
VIZCAYA	1.184.049	812	1.392.174	1.458,2	1,18	1.714,5
CAPV	2.159.501	1.689	2.624.268	1.278,6	1,22	1.553,7
ESPAÑA	39.887.140	34.621	38.727.576	1.152,1	0,97	1.118,6

(*) Millones de Ptas.

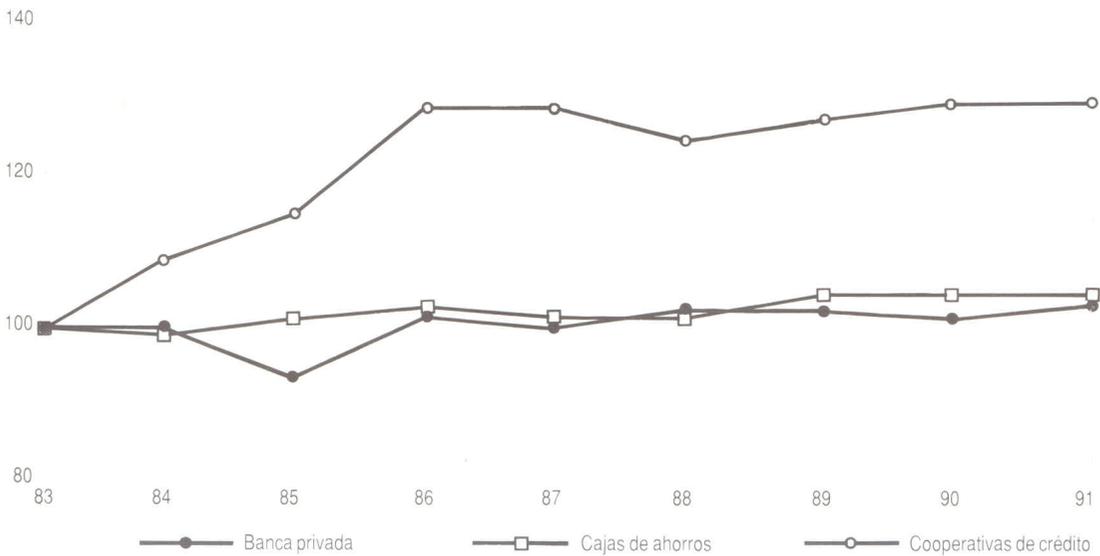
Fuente: Rectificaciones padronales EUSTAT Banco de España.

GRAFICO 6
NUMERO DE OFICINAS CAPV
I Trimestre 1991



Fuente: B.E. -VII- 42

GRAFICO 7
OFICINAS OPERATIVAS EN LA CAPV
Porcentaje de crecimiento



Fuente: B.E. -VII- 42

GRAFICO 8
RATIOS
Al 1-1-1990

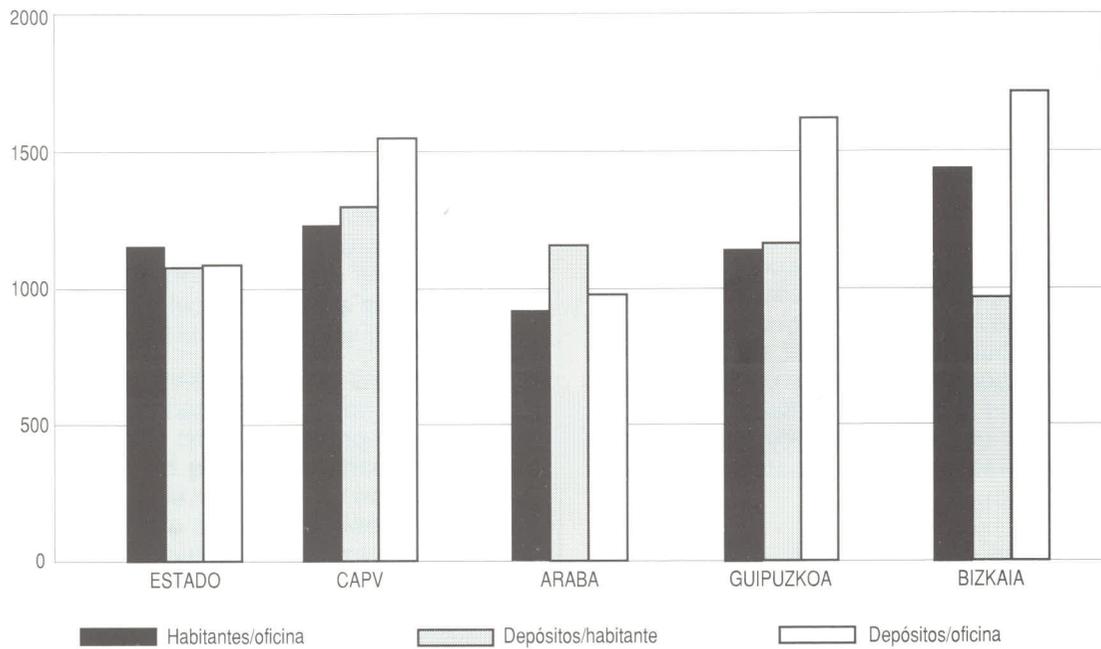
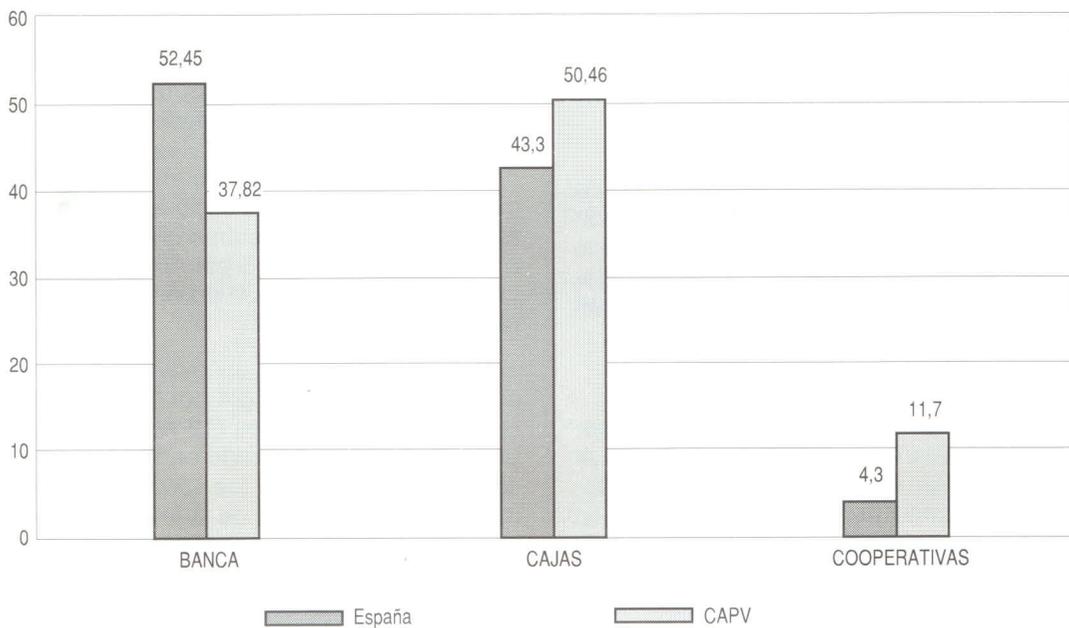


GRAFICO 9
ACREEDORES PRIVADOS CUOTAS DE MERCADO
31-09-1991



Fuente: Banco de España

La banca administra un 37,82 por 100 de los depósitos privados, seguida de las cooperativas de crédito, que tienen un 11,72 por 100 de cuota de mercado (gráfico 9).

Por territorio histórico, la distribución de las cuotas de mercado es similar en cuanto a la disposición mantenida por cada uno de los grupos, destacando el elevado peso de las cajas (50,4 por 100) y de las cooperativas de crédito (14,3 por 100) en Guipúzcoa, y siendo Vizcaya el territorio de mayor control por parte de la banca (39,38 por 100). En Alava cada grupo mantiene una posición intermedia.

En la evolución mantenida en cuota de mercado desde 1986, en la CAPV, la banca alcanzó su máximo nivel en 1987 (45 por 100) igualándose casi a las cajas de ahorros, pasando al año siguiente a niveles del 50 por 100 en el caso de las cajas y el 38 por 100 para la banca. La situación actual se caracteriza por un leve avance de la cuota de la banca y cooperativas de crédito en detrimento de las cajas de ahorros.

La importancia de las cooperativas de crédito en el País Vasco es elevada; de ahí que los depósitos captados por ellas en la Comunidad tengan un elevado peso en el conjunto estatal, suponiendo más del 18 por 100 del total de depósitos captados por las cooperativas en España. Las cajas de ahorros, por su parte, captan en la CAPV, cerca del 8 por 100 del total captado por las cajas de ahorros y, por fin, la banca, capta en la CAPV cerca del 5 por 100 del total nacional.

En el último quinquenio, las cooperativas de crédito han mantenido una evolución claramente creciente en cuanto a su participación en el total nacional, frente a ligeros descensos por parte de las cajas de ahorros y de la banca.

Inversión Crediticia. Si medimos la cuota de mercado tomando como elemento de comparación la cantidad de crédito concedido al sector privado por cada uno de los grupos de referencia, llegaríamos a extraer conclusiones muy similares en cuanto a las cuotas que cada uno de los grupos mantiene en la CAPV y en España (gráfico 10).

Así, para el caso de la banca, se confirma la menor presencia relativa en la CAPV con relación al resto de España. Por otro lado, las cajas de ahorros mantienen cuotas de mercado similares en ambos marcos geográficos a diferencia de lo que ocurría con los depósitos acreedores, siendo ésta una diferencia apreciable; por fin, las cooperativas de crédito, confirman una mayor implantación en la CAPV que la media del grupo a nivel nacional en la concesión de créditos al sector privado.

IV. EVOLUCION COMPARADA

En este apartado pretendemos resaltar los aspectos más relevantes que condicionaron la evolución de las cuentas de resultados de cada uno de los grupos de instituciones financieras (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) durante el ejercicio de 1990.

1. Cuenta de resultados

Entre los aspectos más importantes que influyeron en la generación de la cuenta de resultados de 1990, cabe señalar las restricciones al crecimiento de la inversión crediticia, impuestas por la autoridad monetaria a mediados del año anterior, y que han extendido sus efectos a lo largo de 1990.

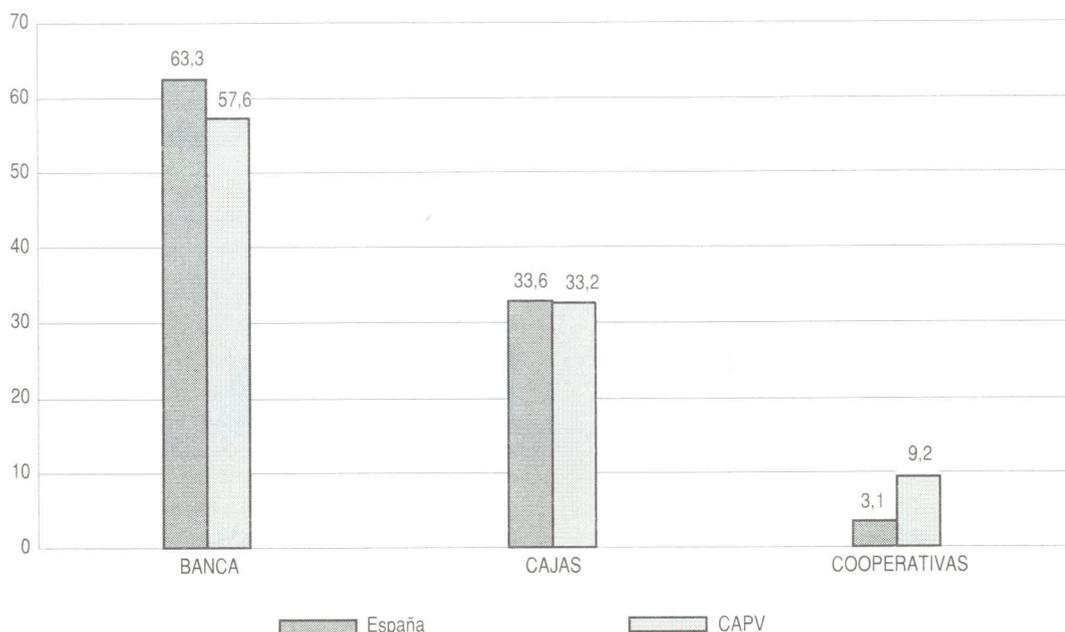
Encontramos en el incremento de la competencia desatado por la denominada guerra de las supercuentas —producida como consecuencia de la ruptura por parte de uno de los grandes bancos del acuerdo de colaboración existente para la fijación de precios— otro de los elementos clave que contribuyen a explicar la evolución del ejercicio.

A los dos factores anteriores se une la disminución habida en el coeficiente de caja de los intermediarios financieros, que ha liberado una serie de recursos cautivos hasta este momento, y finalmente, el cambio de coyuntura internacional desencadenado por el conflicto bélico del Golfo Pérsico, que desemboca en una crisis de expectativas a escala internacional, la cual perdura aún en nuestros días.

Las consecuencias que se derivan de la conjunción de los precitados factores afectan, de forma negativa y generalizada, a la evolución de los distintos márgenes integrantes de la cuenta escalar de resultados de las entidades financieras, tal y como se refleja en los débiles crecimientos habidos en los resultados de todos los grupos. Así, la banca aumenta su beneficio antes de impuestos en un 8,8 por 100, mientras que las cajas de ahorros lo hacen en un 7,5 por 100, y se da una leve variación de 0,5 por 100 en el caso de las cooperativas de crédito.

La banca presenta un mayor crecimiento porcentual de sus costes (24 por 100) con respecto a sus ingresos financieros (18 por 100), siendo éste un fenómeno generalizado en todo el sistema bancario. El aumento de los últimos, obedece a un mayor peso específico de la inversión crediticia en la composición del balance, con mayor crecimiento de las partidas de mejor rentabilidad. En cuanto al coste medio de tales recursos, se produce un aumento de 1,4 puntos, ya que el incremento del epígrafe de cuentas corrientes, por el efecto de las supercuentas, se ha hecho de una forma importan-

GRAFICO 10
CREDITOS PRIVADOS CUOTAS DE MERCADO
31-09-1991



Fuente: V-43 Banco de España

te mediante fondos provenientes de las imposiciones a plazos, cuyo coste era mayor aún.

En las cajas de ahorros, el aumento de los costes financieros (35 por 100) supera, igualmente, al de los ingresos (24 por 100). Ello es así debido a una variación en la composición de su estructura de activo, que se desliza en sentido opuesto al de la banca, con una disminución de la participación de la inversión crediticia en el balance y con un menor crecimiento en su rentabilidad media.

El grupo de cooperativas de crédito también experimenta una mayor tasa de variación en sus costes financieros con respecto a sus productos financieros (25 por 100 y 18 por 100 respectivamente); mantiene, sin embargo, el margen de intermediación (diferencia entre activos rentables y pasivos onerosos) más elevado del conjunto.

Este fenómeno de más rápido aumento de los costes con respecto a los productos nos conduce a un estrechamiento del margen de intermediación en todos los casos.

En conjunto, hay que señalar que el margen de intermediación más elevado es el de las cooperativas de crédito, como consecuencia de una estructura de balance orientada a la cesión de fondos al mercado interbancario, que produce una rápida incorporación de las variaciones de los tipos de

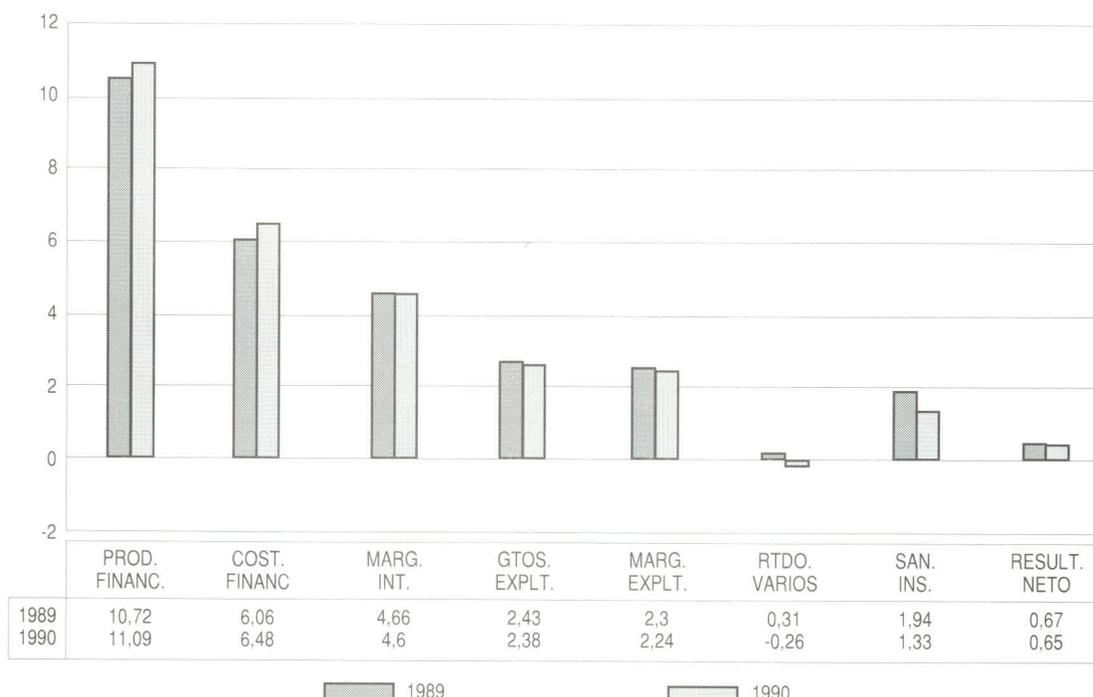
interés y una mayor proporción de pasivos baratos, como corresponde a su carácter más local o regional.

El impacto sufrido por el margen de intermediación de las cajas de ahorros ha sido comparativamente mayor que el de la banca, ya que, si bien su crecimiento en porcentaje ha sido superior (11 por 100 frente al 8,6 por 100 de la banca), el total de recursos de las cajas de ahorros ha crecido más rápidamente que el de la banca, por lo que su participación en el total del balance decrece en términos relativos.

Este mayor crecimiento del balance de las cajas está estrechamente ligado al fenómeno de fusiones y concentraciones que se está produciendo en el sector, y también a la recuperación de los fondos anteriormente materializados en primas únicas, que están siendo recolocados como cesiones temporales de activos en muchos de los casos.

La partida de otros productos ordinarios, que se refiere al cobro de comisiones por los distintos servicios prestados, y que supuestamente debería ejercer un papel equilibrador de los desajustes surgidos en la actividad típicamente bancaria, no contribuye a tal efecto en la medida deseada, produciéndose en la banca un estancamiento de las comisiones derivadas de las operaciones y depósi-

GRAFICO 11
CUENTA DE RESULTADOS
Cajas CAPV



Fuente: F.V.N.C.A.

tos de valores. Las cooperativas de crédito, por su parte, con un tímido avance de 0,4 puntos porcentuales registrado por esta partida, parece que se incorporan al cobro de comisiones por servicios bancarios.

Los gastos de explotación se refieren a todos aquellos en que se incurre en el ejercicio de la actividad intermediadora. Como partidas más importantes, podemos señalar los sueldos del personal, los gastos generales, los tributos, las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos y las amortizaciones del inmovilizado.

Este tipo de gastos presenta, en el caso de la banca, un crecimiento por encima del volumen de negocio, por lo que su contribución relativa al resultado ha sido de signo restrictivo. Cabe señalar el aumento de los gastos generales; el de los derivados de la contribución al Fondo de Garantía de Depósitos, que pasan del 2 por mil de los pasivos computables al 2,5 por mil, y el del número de empleados, como consecuencia de la estrategia expansiva (con el consiguiente aumento del personal) llevada a cabo por algunos bancos de gran tamaño.

El aumento de los gastos generales en las cajas de ahorros ha sido del 16 por 100, de los cuales el 24 por 100 procede del incremento de las amorti-

zaciones efectuadas como consecuencia del proceso de actualización de los valores contables de los inmuebles en aquellas cajas de ahorros sometidas a procesos de fusión o concentración. En la actualidad, este tipo de procesos está generalizado a la mayoría de estas instituciones.

En las cooperativas de crédito, y en cuanto al comportamiento de los gastos de explotación, es preciso señalar el importante aumento de los gastos generales (23 por 100) y de los gastos de personal, que anulan la ventaja relativa que estas instituciones poseían en el margen ordinario.

Las partidas que vienen después del margen de explotación han sido muy importantes en los últimos tiempos, como consecuencia de las políticas de saneamiento seguidas por los distintos grupos de intermediarios financieros, favorecidos por la obtención de elevados márgenes. Por tanto, las distintas partidas no son excesivamente homogéneas y, en consecuencia, su comparación se hace más dificultosa en virtud de las distintas políticas emprendidas por cada tipo de entidades.

A pesar de ello, podemos decir que las cajas de ahorros han normalizado las cantidades que anualmente aportan al fondo de pensiones del personal y que la cobertura de riesgo-país presenta niveles satisfactorios, mientras que una evolución

inestable de la cartera de los mercados de valores ha requerido una aportación conjunta de cajas y bancos cercana a los 65.000 millones de pesetas en el ejercicio (20.000 millones en el año precedente). Esas mayores dotaciones han sido compensadas por unos mayores beneficios en las ventas de valores.

El cambio de coyuntura económica, que implica una mayor incertidumbre en el sistema económico, ha hecho que los niveles de operaciones morosas y de dudoso cobro hayan aumentado en todos los casos, con lo que las correspondientes dotaciones para asegurar tales contingencias experimentan, asimismo, una evolución ascendente.

En conjunto, la detracción de estas partidas del margen de explotación ha sido inferior a la del ejercicio precedente. Así, para la banca, ha supuesto 0,46 puntos porcentuales sobre balance medio frente a 0,58 puntos del ejercicio anterior; en las cajas, ha sido de 0,78 puntos frente a 0,87 puntos el año anterior, mientras que en las cooperativas de crédito las detracciones por saneamientos y otros fondos pasan de 1,1 puntos porcentuales en 1989 a 1,9 puntos en 1990, con el consiguiente mayor impacto negativo.

En resumen, los aspectos más relevantes a destacar de la cuenta escalar de resultados por grupos de instituciones se basan en:

Banca:

- Fuerte impacto del incremento de la competencia desatada por la guerra del pasivo (supercuentas).
- Se produce un efecto de contaminación de los pasivos clásicos.
- Una rápida repercusión del incremento medio de los pasivos onerosos, hacia las operaciones de activo, como consecuencia de unos plazos de vencimiento medio más cortos.
- Orientación hacia una mayor inversión crediticia, que aumenta su participación en el balance.

Cajas:

- Fuerte impacto de la guerra del pasivo.
- Menor poder de la reacción ante la subida de los pasivos onerosos, por la composición de sus activos, centrados en operaciones a largo plazo, principalmente destinados a la adquisición de viviendas.
- Menor inclinación hacia la concesión de créditos.
- Mayor proclividad hacia la cesión de fondos al interbancario.
- Fuerte disminución en la generación de atípicos.

- Mantenimiento de las dotaciones a pensiones.

Cooperativas de Crédito:

- Caída del peso estructural de las supercuentas, arrebatadas por la competencia del mercado.
- Deslizamiento hacia la inversión crediticia y hacia la cesión de fondos al mercado interbancario.
- Menor impacto del encarecimiento del pasivo, por haber repercutido rápidamente, a través del interbancario, las subidas medias del pasivo.
- Menor impacto en el coste medio de pasivo de las supercuentas, por lo que se obtiene el mayor margen financiero del conjunto.
- Elevados gastos de explotación, que neutralizan la ventaja del margen financiero con respecto a los demás grupos.
- Ausencia de operaciones en moneda extranjera.

2. Resultados en la CAPV

La generación de resultados por parte de los intermediarios financieros que operan en la CAPV se enmarca dentro del panorama descrito anteriormente en la actuación a escala estatal. Es preciso señalar la importante carencia de información que existe en este caso, ya que no se dispone de datos públicos regionalizados o a escala de comunidad autónoma para el conjunto de la banca, por lo que, en este caso, nos ceñiremos únicamente a comentar la actuación de las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito durante 1990.

El beneficio global generado por las cajas de ahorros de la CAPV (Gipuzkoa Donostia Kutxa, Bilbao Bizkaia Kutxa y Vital Kutxa) asciende a 13.356 millones de pesetas.

El margen financiero crece a una tasa del 14 por 100, produciéndose también un mayor crecimiento relativo de los costes financieros (23 por 100) con respecto a los productos financieros (20 por 100).

El moderado comportamiento de los gastos de explotación nos conduce a un margen de explotación que mejora a una tasa del 12 por 100 con respecto al ejercicio anterior.

Los factores negativos que afectan a los mercados bursátiles hacen que la cartera de valores, al requerir la realización de importantes dotaciones para su saneamiento, cese de contribuir de forma positiva a la generación de fondos. Si a ello unimos unas mayores dotaciones a saneamiento de créditos, junto a un mantenimiento de las aportaciones a los fondos de pensiones y una contracción de los beneficios atípicos, obtenemos un crecimiento de los resultados de casi un 13 por 100 anual.

En la CAPV, tanto las cajas vascas, con aumentos del 19 por 100 y 23 por 100 en productos y costes, como las cooperativas de crédito vascas, con variaciones del 29 por 100 y 36 por 100, respectivamente, se sitúan en línea con lo sucedido en el resto de grupos del Estado.

El margen financiero obtenido por éstas durante 1990 asciende a 17.800 millones de pesetas, lo que representa un crecimiento anual del 20 por 100. Al igual que los demás grupos comentados, se reproduce también en este caso el fenómeno de mayor crecimiento de los costes (36 por 100) frente a los productos financieros (25 por 100).

Los productos derivados del cobro de servicios muestran una línea claramente ascendente, con un incremento del 46 por 100 en el año. Entre ellos, destacan, por su importancia cualitativa, las comisiones por avales y créditos documentarios, las comisiones de corresponsalia, de servicios de tarjetas de crédito y débito, y las derivadas de los servicios prestados en el extranjero.

El margen de explotación ascendió a 20.900 millones de pesetas, con una variación del 21 por 100. Tras las dotaciones pertinentes a saneamientos de fondos, el resultado generado en el año asciende a 7.000 millones, lo que supone un aumento del 18 por 100.

V. SOCIEDADES ESPECIALIZADAS

1. Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)

La mayoría de los países desarrollados han impulsado líneas de apoyo a la financiación de las PYME con el objeto de paliar la discriminación objetiva que sufren estas empresas con respecto a las grandes al acceder a la financiación. Esta discriminación se traduce en la imposibilidad de acudir a los mercados bursátiles, en la dificultad de emitir renta fija y en la menor capacidad negociadora para la obtención de recursos ajenos.

Dentro de ese marco de apoyo a las PYME, puede enmarcarse el impulso e incentivo de la Administración pública a la prestación de garantías a la empresa para la obtención de créditos de las entidades financieras.

El grado de desarrollo de esta actividad y el tipo de entidad que lo ha realizado ha sido diferente en los distintos países de Europa.

Así en *Francia*, esta función, que surgió en el año 1917, la realizan las sociedades de caución mutua, creadas al amparo de los bancos populares y de las *caisses nationales des marchés d'Etat*.

La SGR francesa tiene un ámbito de actuación amplio, pues además de prestar garantías a PYME

ante instituciones financieras, prestan garantías a particulares para la adquisición y renovación inmobiliarias y garantías financieras a profesionales por los servicios que prestan al público (por ejemplo, avales a agentes de la propiedad inmobiliaria, corredores de fincas, asesores jurídicos).

En 1984, se produce un hecho importante, al considerar a estas sociedades la legislación francesa como entidades financieras y, por consiguiente, quedar sometidas al coeficiente de solvencia.

El crédito avalado por sociedades de garantía recíproca vinculadas al grupo de la Banca Popular corresponde exclusivamente a la entidad financiera promotora, contrariamente al resto de sociedades, que están abiertas a cualquier entidad financiera.

El apoyo de la Administración pública al sistema de SGR es limitado, pudiéndose señalar tan solo, el segundo aval del organismo "Crédito para el Equipamiento de las Pequeñas y Medianas empresas" (CEPME), que tiene carácter subsidiario, y en algunos casos, la existencia de fondos de garantía específicos para diversas inversiones establecidas por la Administración.

En *Alemania*, se crearon a partir de los años cincuenta, a iniciativa de las cámaras de comercio, de los bancos locales (bancas populares, cooperativas y Banco Hipotecario, cajas de ahorros) y asociaciones profesionales. Su actividad se centra en tres tipos de operaciones, consistentes en garantizar créditos bancarios, contratos de *leasing* y participaciones de capital social. Asimismo, desempeñan una labor de asesoramiento financiero a las PYME.

La distribución del riesgo vivo de avales entre distintos tipos de entidades financieras está muy equilibrada, correspondiendo un 34 por 100 a las cajas de ahorros y banca pública, un 37 por 100 a la banca popular y cooperativas, y un 29 por 100 a los bancos privados.

El apoyo de la Administración pública se enmarca en las siguientes líneas de actuación:

a) El Gobierno Federal concede créditos a largo plazo a las SGR para aumentar su solvencia.

b) El Gobierno Federal y el del Estado participan en el reaseguramiento del riesgo asumido por las SGR (hasta el 60 por 100 del riesgo avalado por la SGR).

En *Bélgica*, nacieron en el año 1929 con el respaldo del Estado, a través del Fondo de Garantías público, y con base en un modelo cooperativo, mutualista y solidario. Las SGR se impulsaron a través de organizaciones profesionales, patronales y de asociaciones de crédito.

Su objetivo social se centra, exclusivamente, en la prestación de garantías de las operaciones de financiación de sus socios.

Dado que estas sociedades nacen en torno a las asociaciones de crédito, las operaciones de crédito avaladas tienen origen en estas mismas instituciones.

El apoyo del sector público se fundamenta en la concesión de subvenciones directas a las SGR y en el reaseguramiento a través de la propia CNCP y del Fondo de Garantía que administra (en total, el 60 por 100 del riesgo avalado).

Como conclusión, tras esta breve descripción de los sistemas de SGR existentes en Europa, se puede señalar que no existe un modelo homogéneo tanto en sus orígenes como en el desarrollo de estas sociedades, aun cuando en todas ellas se pone de manifiesto la influencia del apoyo del sector público de cada país.

En *España*, estas sociedades surgen a raíz de la publicación del Real Decreto 1885/1978, de 26 de julio. El modelo que se diseña está inspirado en el existente en Francia. Se establece como objetivo exclusivo "la prestación de garantía por aval o por cualquier otro modo admitido en derecho, a favor de sus socios, para las operaciones que éstos realicen dentro del giro o tráfico de las empresas de que sean titulares".

Al año de la publicación, surgieron las primeras SGR en España y, asimismo, en el ámbito territorial del País Vasco se crearon dos SGR (fusionadas en el año 1984). En 1984 se contabilizaron 42 sociedades de esta naturaleza.

Poco después de su nacimiento, se inició un proceso de readaptación del sistema, motivado en gran parte por los errores de concepción de estas empresas (falta de diversificación de riesgos, problemas de capitalización, problemas de gestión).

Todo ello ha llevado, en algunos casos, a la integración de sociedades, y en otros, a la liquidación, que reduce el número de entidades operativas a 26.

En el proceso de creación de las SGR en España, al principio, la Administración pública participó

tímidamente, apoyándose casi exclusivamente en las asociaciones empresariales y en algunas cajas de ahorros. Con posterioridad, la Administración, en especial las comunidades autónomas, han realizado un considerable esfuerzo en la consolidación del sector; prácticamente la mitad del capital social (48,10 por 100) está en manos de entes públicos, según datos de CESGAR del año 1989. Las comunidades autónomas y ayuntamientos tienen el 30 por 100 del capital social.

El sector sigue una tendencia de crecimiento en todas las magnitudes consideradas, con la excepción de los avales formalizados en el año 1990 (cuadro núm. 5). El riesgo vivo ha superado la barrera de los 77.000 millones de ptas. (5,5 veces los recursos propios), habiéndose incrementado casi en un 60 por 100 en los últimos cuatro años. La media de avales formalizados anualmente entre los años 1989-90 supera los 30.000 millones de pesetas. La capitalización del sector continúa aumentando, así como el *ratio* fondo garantía/riesgo vivo (desde el 7,5 por 100 de 1987, ha pasado al 10 por 100 en 1990).

Elkargi, única SGR que opera en el País Vasco en la actualidad, ocupa casi desde el inicio del fenómeno la primera posición en el *ranking* de las SGR en España.

Destaca, entre todas las magnitudes, el volumen de fondo de garantía, que suponía, en 1990, el 12,8 por 100 sobre el riesgo vivo, muy por encima de la media del sector (10 por 100) y del porcentaje obligatorio (5 por 100) regulado administrativamente.

Es especialmente patente el peso que tiene esta sociedad sobre el total del sector en los epígrafes de fondo de garantía, avales formalizados anualmente y riesgo vivo, alcanzando la cuarta parte de aquél (cuadro núm. 6).

De igual manera, la base societaria continúa creciendo año tras año, habiéndose alcanzado casi los 5.000 socios en 1990, lo que supone el 13,4 por 100 del sector. Su penetración en el tejido industrial es significativa; muestra de ello es que el 39 por 100 de los establecimientos del sector industrial están asociados a Elkargi. (Según el *Anuario Estadístico Vasco* de 1990, el número de

CUADRO NUM. 5
DATOS BASICOS SECTOR SGR ESPAÑA

CONCEPTO	1987	1988	1989	1990
Nº SOCIEDADES	26	26	26	26
Nº SOCIOS	29.689	32.866	35.248	37.125
REC. PROPIOS (*)	11.811	12.568	13.520	13.992
FONDO GARANTIA (*)	3.678	4.867	5.855	7.700
AVALES FORMALIZADOS AÑO (*)	22.476	22.586	32.090	29.141
RIESGO VIVO (*)	49.266	58.597	73.242	77.134

(*) Importes en millones de pesetas
Fuente: CESGAR/ELKARGI

CUADRO NUM. 6
POSICION RELATIVA DE ELKARGI EN EL SISTEMA
DE SGR DE ESPAÑA.
(PORCENTAJE SOBRE TOTAL ESPAÑA)

	1990
Nº SOCIOS	13,4
REC. PROPIOS	13,6
FONDO DE GARANTIA	28,9
AVALES FORMALIZADOS AÑO (*)	24,5
RIESGO VIVO	22,5

Fuente: Elaboración propia.

establecimientos existentes en el sector industrial —excluyendo construcción— es de 6.295).

Si analizamos la distribución sectorial de su base societaria con datos 1990, observaremos que el sector secundario (industria y construcción) mantiene el mayor peso entre los asociados (54,7 por 100), seguido del sector servicios con un 27 por 100 y el comercio con un 17,2 por 100.

En los últimos años, se observa un mayor crecimiento de comercios asociados en la SGR.

En cuanto al tamaño de sus asociados, hay que señalar que el 91 por 100 tienen menos de 50 trabajadores, lo cual pone de manifiesto el importante papel que juega la SGR del País Vasco en el acercamiento a canales de financiación preferente a las pequeñas y medianas empresas.

En la comparación realizada entre la distribución sectorial de los socios y de los avales en vigor, observamos que las empresas del sector secundario mantienen un riesgo vivo superior a su peso como sector. El riesgo vivo en el sector industrial/construcción es menor a nivel del Estado que en la CAPV (46,6 por 100 y 65,1 por 100), siendo mayor en el resto de los sectores (servicios, comercio y primario).

El volumen de avales formalizados anualmente ha crecido constantemente, alcanzándose su máximo en 1989. Se observa, sin embargo, una desaceleración en 1990. En la evolución de esta magnitud, la participación en los convenios PYME del

Gobierno Vasco ha tenido una importancia decisiva, tal y como lo manifiesta que el 75 por 100 de los créditos avalados corresponden a una línea bonificada por la Administración vasca. En general, las operaciones de crédito avaladas por Elkargi al amparo de esos convenios gozan de condiciones más favorables para el empresario.

En aras a mantener una buena distribución del riesgo, la sociedad se ha fijado siempre un límite máximo de aval por socio, quedando fijado, en 1990, en 50 millones de pesetas, por debajo del máximo legal. Como resultado de esta política de prudencia, el 59,5 por 100 del riesgo vivo corresponde a garantías que no superan individualmente los 10 millones de pesetas y el 25,8 por 100 restante no alcanza los 20 millones de pesetas.

El nivel de reaseguramiento de la cartera de avales en vigor en Elkargi es casi nulo (1,88 por 100), mientras que en el sector de SGR la media alcanza el 2,64 por 100 del total de riesgo vivo. Sin embargo, los *ratios* de fallidos y morosidad de Elkargi se encuentran muy por debajo de los presentados por la media del sector.

Acorde con su objetivo social, que tiene por finalidad poner a disposición de las PYME financiación a largo plazo en condiciones semejantes a las que tienen las grandes empresas, la mayor parte del importe avalado se destina a la financiación de activo fijo (96,7 por 100). Asimismo, se observa que, desde 1986, el porcentaje de avales formalizados anualmente con destino a la financiación de activo fijo ha ido creciendo paulatinamente, favorecido en gran medida por su vinculación a los convenios PYME del Gobierno Vasco. En el conjunto del sector de SGR, la financiación del activo circulante y los avales técnicos tienen un peso mayor sobre el total riesgo vivo (14,3 por 100 y 9,5 por 100 respectivamente) que en Elkargi.

El grupo de entidades financieras que más financiación canalizan a través de la SGR del País Vasco son las cajas de ahorros vascas, con un 55,2 por 100 del total de avales formalizados en 1990, siguiéndole la banca privada, con un 23,5 por 100. Desde esta perspectiva, se deduce el importante apoyo financiero que recibe de las entida-

CUADRO NUM. 7
DATOS EKALGARI SGR

CONCEPTO	1987	1988	1989	1990	1991 (**)
Nº SOCIOS	3.806	4.087	4.523	4.991	5.300
REC. PROPIOS (*)	1.149	1.333	1.688	1.907	2.000
FONDO GARANTIA (*)	1.350	1.697	1.977	2.222	2.500
AVALES FORMALIZADOS AÑO (*)	3.307	3.814	7.102	7.269	5.400
RIESGO VIVO (*)	9.481	10.512	14.126	17.374	18.300
RIESGO VENCIDO (*)	7.108	9.890	13.372	17.394	--

(*) Importes en millones de pesetas

(**) Estimación.

Fuente: Memorias Elkargi SGR.

des regionales. En el ámbito del Estado, la participación de cajas y banca privada es ligeramente inferior (49,4 por 100 y 18,4 por 100).

Tras este repaso comparativo, se puede concluir no sólo que la SGR del País Vasco (Elkargi) es la sociedad líder del sector en el ámbito estatal, sino que, dado su elevado grado de penetración en el tejido industrial, desempeña una apreciable labor de apoyo a las PYME del País Vasco en el acercamiento a líneas financieras asequibles para la financiación de sus actividades.

Sin ánimo de exhaustividad, entre los factores que han influido positivamente en su evolución, podemos citar:

- Fuerte implantación de las asociaciones empresariales en el País Vasco, motores de la solidaridad empresarial, requisito esencial en el desarrollo de este instrumento por su propia naturaleza de carácter mutualista.

- Apoyo decidido de las distintas instituciones públicas vascas y organizaciones empresariales; en especial, de la Administración vasca, vía aportaciones de capital social y fondo de garantía y bonificaciones de tipos de interés, sin olvidar al IMPI y a las cajas de ahorros vascas.

- Gestión profesionalizada de los órganos rectores de la sociedad, que se ha manifestado tanto en la selección diaria de operaciones como en la fijación de los límites de riesgo individual.

Desde 1989, la sociedad Elkargi ha iniciado un proceso de ampliación de servicios a sus asociados, y para ello ha creado un departamento de asesoramiento e información en materia financiera, jurídico-empresarial y de seguros, habiendo colaborado en la constitución de una Correduría de Seguros e impulsado una entidad de previsión social voluntaria (EPSV) para el colectivo de empresarios.

2. Sociedades de capital riesgo

El comienzo de esta actividad en España hay que situarlo en los años ochenta, período en el que se da una regulación específica (Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo), para las entidades que la desarrollan. En otros países, especialmente en los anglosajones, esta actividad dio comienzo con bastante anterioridad, tras la segunda guerra mundial.

Desde 1986, las entidades de capital riesgo acogidas a la regulación específica no superan la treintena en el ámbito del Estado, ubicando su domicilio social solamente tres en la CAPV. Asimismo, existen otras entidades que realizan una actividad similar (de capital riesgo), pero cuya configuración jurídico-fiscal se enmarca en el régimen especial de las sociedades de cartera y de las sociedades de

CUADRO NUM. 8
DISTRIBUCION SECTORIAL
SOCIOS PARTICIPES ELKARGI

	AÑO 1990	
	Importe (*)	Porcentaje
PRIMARIO	55	1,11
INDUSTRIA	2.453	49,52
CONSTRUCCION	259	5,23
COMERCIO	852	17,20
SERVICIOS	1.335	26,95
TOTAL	4.954	100,00

(*) En millones de pesetas.

Fuente: Memorias ELKARGI SGR.

CUADRO NUM. 9
DISTRIBUCION SECTORIAL DE LOS AVALES EN VIGOR
EN 1990 (en porcentaje)

CONCEPTO	SGR ESPAÑA	ELKARGI
PRIMARIO	7,4	1,9
INDUSTRIA/CONSTRUCCION ..	46,6	65,1
COMERCIO	17,5	14,3
SERVICIOS	28,5	18,7
TOTAL	100	100

Fuente: Memorias ELKARGI SGR, CESGAR

CUADRO NUM. 10
DESTINO DE LOS AVALES FORMALIZADOS
(en porcentaje)

CONCEPTO	SGR ESPAÑA	ELKARGI
ACTIVO FIJO	73,8	96,70
ACTIVO CIRCULANTE	14,3	2,40
AVALES TECNICOS	9,5	0,90
DESCUENTO DE EFECTOS/OTROS	2,4	0,00
TOTAL	100	100

Fuente: Memorias ELKARGI SGR, CESGAR

CUADRO NUM. 11
DISTRIBUCION DE LOS AVALES FORMALIZADOS
POR ENTIDADES FINANCIERAS EN 1990
(en porcentaje)

	SGR	ELKARGI
CAJAS DE AHORRO	49,4	55,2
BANCA PRIVADA	18,4	23,5
BANCOS Y ORG. PUBLICOS	11,1	12,2
COOP. DE CREDITO	6,2	7,5
OTROS	14,9	1,6
TOTAL	100	100

Fuente: Memorias CESGAR/ELKARGI SGR.

CUADRO NUM. 12
PRINCIPALES MAGNITUDES DE LA ACTIVIDAD EN CAPITAL RIESGO (EUROPA-ESPAÑA-PAIS VASCO)

	EUROPA 1989	ESPAÑA 1990	PAIS VASCO 1990
FONDOS DISPONIBLES	2.980 m.m.	110 m.m.	1,9 m.m.
FONDOS CAPTADOS	756 m.m.	35 m.m.	0,8 m.m.
SECTORES PREFERENTES	Prod. consumo 31%	Prod. industrial. 18,1	Prod. industrial 35%
ETAPAS PREFERENTES	BUY-OUT 50%	EXPANSION 36%	EXPANSION 57%
PRINCIPALES INVERSORES	E. FINANCIERAS 30%	S. PUBLICO 30%	EMPRESAS/PARTICULARES 42%

Fuente: Memorias EVCA, ASCRI y estimaciones propias.

CUADRO NUM. 13
EVOLUCION DE LOS FONDOS TOTALES DISPONIBLES DE LAS SOCIEDADES Y/O FONDOS DE CAPITAL RIESGO (Millones de pesetas)

AÑO	CE	ESPAÑA	PAIS VASCO (*)
1986	1.186.000	—	306
1987	1.787.000	35.107	307
1988	2.232.000	47.911	867
1989	2.991.000	74.000	1.140
1990		110.000(**)	1.871

(*) Sociedades o fondos con domicilio social en el País Vasco.

(**) Importe estimado.

Fuente: ASCRI/EVCA/Elaboración propia.

CUADRO NUM. 14
EVOLUCION DE LA INVERSION ANUAL SUSCRITA POR LAS SOCIEDADES Y/O FONDOS DE CAPITAL RIESGO (Millones de pesetas)

AÑO	CE	ESPAÑA	PAIS VASCO (*)
1986	251.000	5.132	127,8
1987	371.000	7.714	122,8
1988	450.000	7.082	248,5
1989	557.000	18.620	357
1990		26.600(**)	417

(*) Sociedades o fondos con domicilio social en el País Vasco.

(**) Importe estimado.

Fuente: ASCRI/EVCA/Elaboración propia.

promoción de empresas. La evolución de esta actividad está directamente relacionada con el marco fiscal establecido para ella, siendo una constante desde el nacimiento de su regulación la demanda de que ésta mejore, especialmente en el tratamiento de las plusvalías.

Así, el sector de capital riesgo español se caracteriza por la fuerte participación del sector público en su promoción, circunstancia que se da igualmente en la CAPV (dos de las tres sociedades domiciliadas son de iniciativa pública). En el ámbito europeo, esta actividad está impulsada en mayor medida por la iniciativa privada (bancos, fondos de pensiones y compañías de seguros).

El volumen de recursos de que dispone el sector de capital riesgo se ha estimado, para el año 1990, en más de 100.000 millones de pesetas, participando las entidades con domicilio en el País Vasco con 1.871 millones (2 por 100 del total). Esta cifra está muy lejos de los niveles alcanzados en otros países europeos. En efecto, los fondos disponibles en Europa alcanzaban, en el año 1989, casi los tres billones de pesetas, de los cuales algo más de la mitad corresponden a Gran Bretaña.

En los últimos años, se observa un incremento apreciable en los fondos disponibles en España (superior al 43 por 100), que, no obstante, es infe-

rior a la media de Europa (en 1989 ha alcanzado el máximo crecimiento, con un 67 por 100). En el País Vasco se confirma esa tendencia creciente de fondos disponibles por las entidades domiciliadas en su territorio, siendo aún las cifras manejadas (1.871 millones de pts.) relativamente bajas en comparación con su peso en la economía real, tanto en el contexto nacional como internacional.

La inversión anual de fondos continúa en una línea ascendente, alcanzándose en los dos últimos años un crecimiento próximo al 50 por 100. Igualmente, en Europa, la inversión anual sigue un ritmo de crecimiento persistente, del orden del 24 por 100 en 1989. En el País Vasco, se produjo una sensible mejora de la inversión anual en los años 1988 y 1989, habiéndose desacelerado su crecimiento en 1990.

La fuente de recursos para esta actividad en Europa se concentra en los grupos institucionales. Según datos de 1989, las entidades financieras aportan el 31 por 100; las compañías de seguros, el 15 por 100, y los fondos de pensiones, el 13 por 100. El papel del sector público como aportante de fondos es relativamente bajo.

En el ámbito estatal, el sector público, con el 30 por 100, continúa siendo el primer grupo que aporta fondos a esta actividad, seguido por las entidades financieras, con un 20,9 por 100, y por las em-

presas privadas/particulares, con un 12,8 por 100. En 1990, se ha continuado con la reducción del peso del sector público, hecho que comenzó en 1989. Durante este año, es significativo el fuerte desarrollo de la inversión extranjera, que alcanza ya el 34 por 100 del total de fondos disponibles. Asimismo, se observa que los fondos de pensiones y compañías de seguros no alimentan sus carteras de inversiones con participación en capital riesgo, como lo hacen sus homónimos de países europeos.

En el País Vasco, se siguen observando algunos rasgos diferenciales en cuanto a la procedencia de los recursos de las sociedades de capital riesgo. Si bien es cierto que dos de estas entidades han sido promovidas desde el sector público, la captación de fondos se ha abierto a distintos grupos (entidades financieras, empresas privadas particulares, entidades supranacionales). Esta circunstancia hace que el primer grupo inversor sea el sector privado, que concentra casi el 66 por 100 (empresas privadas y particulares, el 41,8 por 100; entidades financieras, el 23,9 por 100). El sector público va reduciendo paulatinamente su peso, habiéndose pasado desde el 33 por 100 en 1989 al 22,2 por 100 en 1990.

La inversión media de las sociedades y fondos de capital riesgo españoles es de 130 millones de pesetas, no superándose los 28 millones de pesetas en las domiciliadas en la CAPV.

La mayoría de las carteras están materializadas en acciones sin cotización oficial. Solamente en el caso de las sociedades públicas (SODI) se está utilizando con cierta asiduidad la fórmula del préstamo participativo.

En cuanto a la orientación de la inversión de la cartera por sectores, podemos destacar que tanto en el País Vasco como en España y en el resto de Europa, hay una elevada diversificación, no existiendo una coincidencia en la distribución sectorial. En el País Vasco, la participación mayor se da en la manufactura de productos industriales (34,7 por 100); en España, se centra en la manufactura de productos industriales (18,1 por 100) y productos de consumo (15,7 por 100); mientras que en Europa se sitúa en la manufactura de productos de consumo (31,2 por 100).

En ninguna de las tres áreas geográficas contempladas es significativo el peso de la participación en sectores considerados de alta tecnología, tales como informática, electrónica o telecomunicaciones (máximo, 15 por 100 acumulado).

En Europa, los mayores incrementos, en 1989, se dan en los sectores de medicina, ingeniería genética y biotecnología; en el País Vasco, en las manufacturas de productos industriales.

En cuando a la inversión clasificada según la etapa de financiación del proyecto empresarial, se

observan notables diferencias en las tres áreas geográficas consideradas. Así, las operaciones de recomposición del capital (OPA, MBO, LBO) tienen mayor peso en Europa (50,3 por 100) que en España (22,2 por 100) y el País Vasco (no constan operaciones). La etapa de expansión absorbe más recursos en el País Vasco (56,7 por 100) que en España (41,7 por 100) y Europa (39,8 por 100). La financiación de la puesta en marcha de las empresas concentra importantes recursos en España (35,1 por 100) y País Vasco (33,4 por 100), frente a una cifra moderada en Europa (9 por 100). Las inversiones en capital siembra es mínima en España (1 por 100) y Europa (0,9 por 100), mientras que tiene un cierto peso en el País Vasco (10 por 100).

CUADRO NUM. 15
DESGLOSE SECTORIAL DE LA INVERSION
EN CAPITAL RIESGO
PAIS VASCO-ESPAÑA-CE
(En porcentaje)

SECTOR	CE	ESPAÑA	PAIS VASCO
	1989	1990	1990
Informática	8,5	6,0	4,9
Electrónica	2,8	3,7	3,8
Telecomunicaciones	3,0	4,2	7,5
Productos industriales ...	5,5	18,1	22,6
Productos de consumo ...	31,2	15,7	22,2
Servicios financieros	4,0	9,5	—
Accesorios/Manufact.	9,7	14,4	—
Agricultura	1,0	6,2	—
Otros sin clasificar	34,3	22,2	39
TOTAL	100,0	100,0	100,0

Fuente: EVCA/ASCRI y elaboración propia.

CUADRO NUM. 16
TIPOLOGIA DE LAS INVERSIONES
EN LA ETAPA DE FINANCIACION
(En porcentaje)

	CE	ESPAÑA	PAIS VASCO
	1989	1990 (*)	1990
Siembra	0,9	1,0	9,9
Puesta en marcha	9,0	35,1	33,4
Expansión	39,8	41,7	56,7
Puente	—	—	—
Buy out, otros	50,3	22,2	—
TOTAL	100,0	100,0	100,0

(*) Estimación.
Fuente: EVCA y elaboración propia.

CUADRO NUM. 17
EVOLUCION DE LA INVERSION EN LEASING
(En miles de millones de pesetas)

	1988		1989		1990	
	CUANTIA CR.	ANUAL (%)	CUANTIA CR.	ANUAL (%)	CUANTIA CR.	ANUAL (%)
EUROPA	9.042	34	10.686	18,2	N.D.	N.D.
ESPAÑA	1.004	22	1.165	16	1.114	-4.4
CAPV	25	N.D.	60	140	51	-15

Fuente: AEL Y LEASEUROPA. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 18
DISTRIBUCION DEL LEASING POR TIPO DE INVERSION
(En miles de millones de pesetas)

	1988		1989		1990	
	MOBILIARIA	INMOBILIARIA	MOBILIARIA	INMOBILIARIA	MOBILIARIA	INMOBILIARIA
EUROPA	7.750	1.292	9.189,3	1.496,7	—	—
ESPAÑA	—	—	—	—	132,1	980,9

Fuente: AEL Y LEASEUROPA. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 19
DISTRIBUCION DE LA INVERSION LEASING POR COMUNIDADES AUTONOMAS
(En millones de pesetas)

COMUNIDADES	1988		1989		1990		VARIACION 1990/1988 (Porcentaje)
	CUANTIA	Porcentaje	CUANTIA	Porcentaje	CUANTIA	Porcentaje	
CATALUÑA	291.291	29	284.559	24,4	293.049	26,3	-2,31
MADRID	196.204	19,5	250.094	21,5	273.599	24,6	27,47
VALENCIA	116.445	11,6	132.049	11,3	118.719	10,7	13,40
ANDALUCIA	96.584	9,6	112.732	9,7	97.836	8,8	16,72
PAIS VASCO	25.063	2,5	60.099	5,2	50.573	4,5	139,78
ARAGON	34.280	3,4	50.055	4,3	43.165	3,9	46,12
CASTILLA Y LEON ..	38.577	3,8	48.791	4,2	39.873	3,6	26,47
GALICIA	35.538	3,5	37.016	3,2	39.796	3,6	4,16
OTRAS	170.472	17,0	189.515	16,2	157.010	14,0	8,57
TOTAL	1.004.454	100,0	1.164.910	100,0	1.113.620	100,0	15,98

Fuente: AEL y elaboración propia.

CUADRO NUM. 20
LA INVERSION EN LEASING Y EL PIB
(En miles de millones de pesetas)

	PIB C.F. (1)		Porcentaje de INCR. PIB (*)		INVERSION LEASING (2)		Porcentaje (2) / (1)	
	ESPAÑA	CAPV	ESPAÑA	CAPV	ESPAÑA	CAPV	ESPAÑA	CAPV
1987	36.191	2.212	—	—	838,5	—	2,32	—
1988	40.659	2.477	12,35	11,98	1.004	25	2,47	1,01
1989	45.864	2.791	12,80	12,68	1.165	60	2,54	2,15
1990	51.864	3.098	13,08	11,00	1.114	51	2,15	1,65

(*) PIB al coste de los factores, en pesetas convertibles.

Fuente: FIES, AEL y elaboración propia

Como conclusión, se puede afirmar que en el País Vasco existe una actividad de capital riesgo infradesarrollada, al igual que en España, si se compara con la media de los países europeos. Este diferente grado de desarrollo del capital riesgo en España se sustenta, entre otros, en los siguientes factores:

a) En la falta de resolución de los problemas fiscales referentes a las plusvalías generadas.

b) En la inexistencia de unos segundos mercados bursátiles que den respuesta a la desinversión.

c) En la carencia de unos incentivos fiscales atractivos para los inversores.

3. Sociedades de *leasing*

Esta figura financiera se creó en los años cincuenta en Estados Unidos y Europa, y se inició en España, bajo un marco normativo propio, a partir del año 1977.

La creación de estas sociedades en España tuvo un fuerte impulso en los años ochenta, pasando de las 25 registradas en 1982 a, aproximadamente, las 100 en 1990. Según los datos disponibles del sector, tan sólo dos entidades tienen domicilio social en la CAPV, una decena tiene sucursal y el resto, si pertenecen a un grupo bancario, actúan a través de su red de oficinas implantadas en la CAPV.

El volumen de inversión financiada por *leasing* ha tenido una evolución espectacular hasta 1987, superando, en algunos ejercicios, el 150 por 100. En los tres últimos años, su crecimiento es más moderado, e incluso en 1990 desciende ligeramente (-4,4 por 100). Entre las causas principales de la estabilización reciente de la inversión mediante *leasing* hay que destacar: la limitación crediticia fijada por la autoridad monetaria, el establecimiento de coeficiente de caja al sector, los altos tipos de interés y el incremento de la morosidad.

La inversión del sector de *leasing* en España se sitúa por encima del billón de pesetas, que supone aproximadamente la décima parte del total invertido en Europa.

Por comunidades autónomas, la CAPV ocupa la quinta posición, con un volumen de 50.573 millones de pesetas en 1990, equivalente al 4,5 por 100 del total.

El País Vasco es el área geográfica en la que mayor crecimiento ha alcanzado en el trienio 1988-1990, con un 139,78 por 100. La variación media

de la inversión en *leasing* en España, en igual período, ha sido del 15,98 por 100.

En el último trienio, 1988-1990, la inversión en *leasing* en España se ha estabilizado ligeramente por encima del 2 por 100 del PIB, y en la CAPV se ha situado en el 1,65 por 100.

Asimismo, en este período, con la excepción de 1990, la inversión en *leasing* ha crecido a tasas ligeramente superiores a las que se daban en el producto interior bruto.

Como conclusión, se puede señalar que este instrumento financiero no ha alcanzado en el País Vasco el grado de participación que se ha dado en España, debido a las siguientes causas (entre otras):

- Posibilidad de obtención por las empresas radicadas en la CAPV de planes especiales de amortización acelerada de sus nuevas inversiones.

- Existencia de medidas de apoyo público a la inversión vía subsidiación de interés de préstamos.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ASOCIACION DE CAPITAL RIESGO (ASCRI), *Memorias* (varios años).
- CESGAR, *Memoria* 1990.
- ELKARGI, *Memorias* (varios años).
- EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION (EVCA), *Memorias* (varios años)
- IKEI, "Informe sobre la situación actual y perspectivas de las Sociedades de Garantía Recíproca en la CEE".
- *Mackinsey Quarterly*, (1988) "Modelo de integración de las Cajas de Ahorros del País Vasco", julio.
- (1990) "Emerging Roles in European Retail Banking".
- ORTEGA GALAN, Juan, "Las Sociedades de Garantía Recíproca: evolución y situación actual", *Economía Industrial*.
- PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, (1988) "Armonización financiera en la CEE", *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 24.
- (1989), "El mercado único europeo y las entidades de crédito", *Suplementos sobre el sistema financiero*, núm. 28.
- (1990), "País Vasco", *Economía de las comunidades autónomas*, núm. 9, Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarra y Fundación FIES.
- (1991), "Cajas de Ahorros. Estrategia ante el futuro". núm. 47.
- REVELL, Jack, "El futuro de las Cajas de Ahorros. Estudio de España y el resto de Europa", Fundación FIES, noviembre 1989 y marzo 1991.

EL MODELO VASCO DE CAJAS DE AHORROS (*)

DEFINICION Y ESQUEMA DEL MODELO VASCO DE CAJAS DE AHORROS

Ante la perspectiva del próximo establecimiento de un mercado único europeo, se está produciendo en nuestro sistema financiero una auténtica revolución, tanto en los instrumentos de innovación financiera como en las características y funciones de las distintas instituciones financieras; por ello, las Cajas de Ahorros Vascas están consolidando un modelo conjunto y peculiar de articulación.

Los factores determinantes de esta situación han sido: la existencia de un entorno caracterizado por la pérdida de protagonismo de los productos financieros tradicionales, y la creciente evolución de competidores en productos e imagen, que se traduce, en definitiva, en un entorno competitivo más difícil, lo que conduce a una previsible disminución de los márgenes de intermediación financiera.

Adicionalmente, se constataban las deseconomías derivadas de la intensa competencia generada entre las cajas de ahorros operantes en un mismo territorio, con claros solapamientos de sus redes de sucursales.

Los estudios realizados concluyeron que el modelo de integración más conveniente para la consecución de una posición fuerte era el de fusionar las cajas de cada territorio histórico dos a dos, y el establecimiento de una cooperación institucional entre las nuevas cajas con un respeto a los límites territoriales de actuación previos.

Este esquema abría las puertas para una cooperación entre cajas tendente a integrar las actividades financieras y operativas en las que la actuación conjunta generara economías de escala, minimizando los costes operativos y optimizando el nivel de servicio y rentabilidad.

Las áreas señaladas como más propicias para la cooperación serían las de desarrollo de nuevos productos y servicios, los sistemas informáticos y

las nuevas tecnologías, y la optimización de la gestión financiera y de inversiones.

Estas son las características fundamentales del modelo vasco de cajas de ahorros, que combina la integración (fusiones intraprovinciales no agresivas) y la cooperación (coordinación y convergencia informática, mercado de capitales, seguros y pensiones y servicios especializados).

INTEGRACION. FUSIONES INTRAPROVINCIALES

Durante 1990 se produjeron las tres fusiones intraprovinciales: el 16 de febrero, en Bizkaia, surge la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK), el 18 de junio, en Araba, se constituyó la Caja Vital Kutxa y el 1 de diciembre, se constituye en Gipuzkoa la Kutxa.

Se trata de fusiones, dos a dos, dentro de cada Territorio Histórico, para dar lugar a una nueva Caja, dotada de personalidad jurídica propia, sin procesos de liquidación y con la integración de la totalidad de sus respectivos patrimonios anteriores.

Se mantienen, en su totalidad, el objeto y fines de las cajas de ahorros integradas, y las entidades fundadoras —el Ayuntamiento de la capital del Territorio Histórico y la Diputación Foral del mismo— tienen la condición de corporaciones fundadoras, manteniendo sus derechos correspondientes.

Integración de las dos redes de sucursales existentes, así como sus patrimonios y la Obra Social, a la vez que se designan los órganos de gobierno correspondientes.

Se aplica el principio de garantía de la totalidad de los puestos de trabajo y se respetan los derechos económicos del personal de las cajas fusionadas.

(*) Esta nota es una síntesis de la ponencia de Agustín Garmendia Iribar en el Seminario sobre el Sistema Financiero Vasco, celebrado en San Sebastián, septiembre de 1991, en los X Cursos de Verano de la Universidad del País Vasco.

Fiscalmente, las fusiones se realizan previa concesión de los beneficios fiscales pertinentes, contando con las autorizaciones administrativas precisas (Departamento de Hacienda y Finanzas del Gobierno Vasco).

Con la libertad de expansión, las nuevas cajas de ahorros establecen una estrategia de expansión basada en la cobertura regional y en la apertura selectiva de nuevas oficinas en el Estado, siguiendo a los movimientos de su clientela habitual, y basada en un criterio no agresivo.

Los directivos de las cajas de ahorros vascas y navarras han acordado que el marco de la Federación continúe siendo el foro de información y el ámbito en que se compartan decisiones en materias relacionadas con sociedades filiales especializadas (valores, seguros, etc.) y otras actuaciones de interés.

COOPERACION. ACTIVIDADES CONSORCIADAS

La cooperación intercajas se erige como segundo pilar del modelo, y cristaliza en la creación de una serie de sociedades satélites en el entorno de las cajas de ahorros, especializadas en determinados ámbitos de servicios, que tienen en la red de sucursales de las cajas su mejor canal de comercialización, y en la clientela de éstas a su público objetivo.

Entre ellas, cabe citar a:

Norbolsa, Sociedad de Valores y Bolsa S.A.

Tiene como objeto la negociación de valores regulada en la Ley del Mercado de Valores. Se caracteriza por ser SVB, miembro de la Bolsa de Bilbao y, a través de ésta, canalizar todas las operaciones de mercado continuo. Es, asimismo, miembro de la Sociedad Promotora Bilbao Plaza Financiera.

Atiende a las necesidades de las cajas socias y trabaja para un selecto grupo de clientes institucionales y entidades financieras. Posee un sistema informático propio (*Norline*) con los módulos de *routing*, información bursátil, contabilidad, tesorería, cartera y análisis.

Besaide

Es un proyecto informático que se va a desarrollar en un horizonte temporal de medio plazo, y que persigue la consecución de un nuevo entorno informático común. Para ello, se ha puesto en marcha un proceso de homologación del sistema de información de todas las cajas.

Biharko Vida y Pensiones S.A.

Ante la cada vez mayor interrelación entre el mundo financiero y el mundo de seguros, la complementariedad de los productos de seguros y los productos financieros, el desarrollo importante de los seguros de vida y la puesta en marcha de los planes y fondos de pensiones, las cajas de ahorros vascas han creado una compañía de seguros de vida y de pensiones.

La sociedad tiene por objeto la práctica de operaciones en cualquier modalidad de seguro y reaseguro de vida, capitalización y demás preparatorias y complementarias de las mismas, incluidas las operaciones de gestión de fondos colectivos de jubilación y de pensiones en cualquiera de las formas previstas en la legislación vigente.

Corredurías de seguros

Las cajas de la Federación han constituido las corredurías de seguros Zihurko y Egiasa, que tienen por objeto social la promoción, mediación y asesoramiento de cualquier modalidad de seguro privado. Han impulsado la comercialización de seguros a través de las sucursales de las cajas socias (amortización de préstamo, multirriesgo hogar, vida, todo riesgo construcción y automóviles).

Biharko Consultoría de Fondos de Pensiones y EPSV, S.A.

La sociedad tiene por objeto la consultoría, el diseño y el asesoramiento en todas las materias relativas a planes y fondos de pensiones, y otras instituciones de previsión social voluntaria, así como la realización de todo tipo de estudios y cálculos actuariales e informes financieros relacionados con las prejubilaciones del personal y otras materias de previsión social.

Sociedades especializadas

Existen, además, otras sociedades especializadas en torno a las cajas de la Comunidad Autónoma del País Vasco, entre las que podemos citar a:

Serigor

Sociedad de servicios informáticos de las cajas vascas, que circunscribe su actividad al área de sus propias instituciones socias.

Servatas

Sociedad de valoraciones y tasaciones que, si bien trabaja en el mercado libre, concentra sus actividades en torno a las cajas de ahorros vascas, cuyo volumen de operaciones ha ido aumentando de forma importante desde su constitución en 1984.

MESA REDONDA LAS ENTIDADES FINANCIERAS ANTE EL MERCADO UNICO EUROPEO

Asistentes:

Jesús Mijangos Ugarte, Subdirector General del Banco Guipuzcoano.

Manfred Nolte Aramburu, Director General de Bilbao-Bizkaia Kutxa.

Carlos Sistiaga Coarasa, Director General de Gipuzkoa-Donostia Kutxa.

Juan José Arrieta, Director General de Caja Laboral Popular.

José Ignacio Berroeta Echevarría, Presidente de la Federación Vasco-Navarra de Cajas de Ahorros.

Vamos a tener un mercado europeo único, con 325 millones de usuarios, cada día con más conocimientos financieros, más sofisticados, con una gran diversificación de productos y servicios, y un conjunto de entidades financieras en plena competencia y para las que se van a endurecer las condiciones de mercado; unos precios de pasivo más caros, unos créditos, los hipotecarios, más baratos, y una mayor dificultad para la colocación de créditos, por un menor crecimiento de la actividad económica. Esto llevará a una desaceleración en el crecimiento de las entidades financieras, con una mayor exigencia en la solvencia de las entidades.

Ahora bien, como justa exigencia para la actuación de las entidades de crédito, ante estas decididas libertades de establecimiento y libertad de movimiento de capitales y servicios, debe existir una normativa común para que todas actúen en las mismas condiciones de competencia.

¿Qué están haciendo las cajas ante esta competencia? Primero, redefinir su misión. Es general entre las cajas europeas considerarse entidades financieras en primer lugar, con una actuación especializada con las familias, pequeñas y medianas empresas, y administraciones públicas locales; con una especialización en una zona determinada, sin espíritu de lucro, pero con una necesidad de eficiencia para poder capitalizarse y atender una obra social que les da carácter.

¿Qué se está haciendo para conseguirlo? Tomar decisiones sobre su dimensión, con ejemplos

claros de concentración, como ha sido en el País Vasco, más dirigidos a la racionalización regional que a obtener economías de alcance; sobre su mercado: concentrándose en su territorio, donde sacar provecho de su liderazgo y de su buena imagen, y no gastar esfuerzos en introducirse en mercados muy saturados; sobre sus redes de distribución, especializando oficinas para segmentos distintos y venta de servicios especializados.

Se entiende que en este ámbito de banca al por menor, y ante la competencia derivada del mercado único europeo, la red de oficinas de la Caja Laboral constituye un activo importante y una barrera de entrada ante la competencia europea. Además, desde Caja Laboral se ha potenciado la relación extensa con toda la actividad local del País, que si se ha hecho con una vocación de servicio al mismo y de identificación con los principios que lo sustenta, entendemos que hoy constituye también una barrera de entrada importante a la competencia europea.

Los segmentos de la actuación preferente lo constituirán en el futuro, además del grupo cooperativo, las economías domésticas y las pequeñas y medianas empresas. Se pretende incrementar la presencia de ellos, en un permanente esfuerzo de adecuación de nuestra oferta de productos y servicios.

Ahora bien ¿cuáles son los efectos que pueda tener la aplicación de dichos principios desde la perspectiva de la clientela bancaria española? Conviene considerar los siguientes:

- En primer lugar, las condiciones de los mercados financieros hacen que la remuneración de los depósitos en pesetas siga siendo, tras los últimos movimientos, más elevada que la de los depósitos en cualquier otra divisa importante; consecuentemente, los españoles tienen, por el momento, poco interés en depositar sus ahorros en divisas distintas de la peseta.

- En segundo lugar, cabría deducir, a partir de lo indicado anteriormente, su contrario: que la posibilidad de conseguir financiación en divisas —es decir, obtener créditos en el exterior—, al desaparecer las actuales limitaciones, vaya a multiplicarse.

- Finalmente, habría que decir que las autoridades económicas se muestran muy sensibles ante estos hechos, por lo que puedan implicar de presión sobre la cotización de la peseta. De hecho, desde comienzos de año, los tipos de interés de la peseta han bajado 2,5 puntos aproximadamente en el corto plazo, y 3 puntos en los vencimientos más largos.

En definitiva, las consecuencias que, dentro del horizonte de 1993, tendrá el mercado único europeo no van a depender demasiado de la puesta en marcha de las propias medidas liberalizadoras, sino que más bien se derivarán de la evolución de los tipos de cambio de la peseta y de las principales divisas europeas y mundiales, así como también de los movimientos de las paridades de cambio de las mismas monedas.

Una ventaja estratégica —es decir, una extensa red de sucursales— es, sin duda alguna, un arma disuasoria, una barrera para la entrada de otros bancos. Esto lo tienen muy en cuenta, como es lógico, los bancos extranjeros que estudian la posibilidad de instalarse en nuestro país.

También presenta una ventaja financiera. Las entidades con extensa red de sucursales tienen una notable ventaja, al captar directamente los depósitos de la clientela, y ello a tipos inferiores a los del mercado interbancario, lo que genera una diferencial a favor de dichas instituciones.

De hecho, a fin de 1990 había sesenta y tres bancos extranjeros en todo el Estado, con una cuota de mercado sobre el balance total del sistema bancario que puede cifrarse en torno al 17 por 100. Ello permite afirmar que la implantación de la banca extranjera en España ha sido ya realizada, en su mayor parte.

Otro rasgo de la internacionalización sería la dimensión comparativa de la banca española. La prestigiosa revista *Banca* recoge, en el número de julio de 1991, el *ranking* de los mil mayores bancos mundiales. Pues bien, dentro de esos mil bancos figuran treinta y seis bancos españoles, siendo el primer lugar para el BBV, con el puesto 37.

Puede utilizarse otra comparación, a partir del *ranking* publicado por la Revista *Euro-Money*, en diciembre de 1990, recogiendo una clasificación, en este caso, de mayor peso cualitativo. Se establece, o se pretende establecer, la clasificación de los cien mejores bancos del mundo a partir de una determinada dimensión. Pues, bien, el *ranking* es encabezado por una institución española: el Banco Popular. Pero además, entre los diez primeros puestos se sitúan tres instituciones españolas, y entre los cien bancos clasificados aparece un total de ocho bancos o cajas de ahorros españolas.

En síntesis, la banca española, el sistema en su conjunto, sale mejor parado en términos de calidad que en términos de cantidad, y esto es importante.

Respecto al posicionamiento de la banca y, en particular, del Banco Guipuzcoano, puede decirse que se encuentra inmerso en un proceso de modernización y de expansión que le permitirá (así lo esperan al menos sus directivos) enfrentarse al futuro con las mejores garantías. Desde el punto de vista del mercado interno, las líneas básicas de la estrategia diseñada pasan por la concentración de la expansión del negocio en el País Vasco y en la zona centro, la de Madrid, más o menos; por una orientación decidida de su vocación hacia las PYME y el segmento de particulares, y también por un aumento y sistematización del esfuerzo comercial.

Más interés tiene ahora lo que respecta al nuevo contexto de internacionalización de los mercados. Las orientaciones del Banco Guipuzcoano podrían resumirse de la siguiente forma: Exploración de las posibilidades de apertura de sucursales en el exterior, y preferentemente en países limítrofes.

En segundo lugar, refuerzo del área internacional, así como de la tesorería internacional, y su integración con la tesorería en pesetas. Con ello se trata de potenciar los servicios de extranjero ofrecidos por la red de oficinas a la clientela.

Finalmente, acuerdos de colaboración con bancos extranjeros. En 1989, se han firmado acuerdos con Credit Industriel de l'Ouest y con la Société Bordelaise de Credit Industriel et Commercial.

Se tratan, por último, cuatro puntos: "las tendencias internacionales en los mercados financieros"; "el mercado único europeo"; "el proceso de adaptación del sistema financiero español", y "la respuesta de las cajas vascas", y en particular Bilbao Bizkaia Kutxa.

En cuanto a "las tendencias internacionales en los mercados financieros", en el umbral del siglo XXI se escucha por todos lados que se acerca un único mercado financiero global, que aúna países, aumenta la competitividad vía agentes económicos, presenta necesidades crecientes de los usuarios y multiplica los segmentos de mercado.

Se está, es cierto, en un mercado global; simplemente una pista: no se confunda el mercado global y la respuesta universal a ese mercado global.

El mercado único europeo representa para las entidades financieras: competitividad, competitividad y más competitividad.

Respecto del "sistema financiero español", en los últimos quince años se ha pasado de una especialización de los agentes —distinguiendo entre cajas de ahorros y bancos comerciales— a un sistema mucho más amplio y mucho más competitivo, de banca universal, para, quizá, retornar en este momento nuevamente al principio de la especialización o, por lo menos, de una especialización diferenciada; cada vez se ve que hay más convicción en los órganos de gobierno de las entidades para no abordar todas ellas todos los mercados. Se considera que hay que ser fieles a una vocación con unas peculiares características, cuales son: el principio de regionalidad, el principio de acción social, el principio del respeto a los límites fronterizos, sin renunciar, sin embargo, a las crecientes necesidades despertadas por el mercado, y abordar el principio de la banca universal; es decir, ofrecer todos los servicios. Esto se está ha-

ciendo de una manera absolutamente original en el modelo vasco, a través de una línea consorciada; de tal modo que las cajas de ahorros abordan su mercado tradicional, en el que se han hecho intensivos a través de su red de banca, pero de banca al pormenor y de banca especializada, y dejan, sin embargo, el resto de las ofertas de servicios más sofisticados que demanda el mercado para sociedades diferenciadas que tienen su propia cuenta de resultados, su propio seguimiento, sus propias rutinas y, por lo tanto, sus propios retos en el mercado.

En cuanto a la "adaptación de las cajas vascas, y en especial en de la BBK", es conocido que las cajas vascas constituyen la espina dorsal del sistema financiero vasco; que en el País Vasco la participación es mucho mayor que la media estatal —se alcanza el 51 por 100 de cuota de mercado frente al 37 por 100 de la banca y el 12 por 100 de las cooperativas de crédito—, pero este proceso de adaptación creciente, modélico en toda España, se ha abordado de dos maneras diferentes: en primer lugar, mediante una serie de procesos de fusión, y en segundo lugar, mediante la creación de un consorcio.

II. MERCADO DE VALORES

EL MERCADO DE VALORES EN LA COMUNIDAD EUROPEA

Juan Antonio MAROTO
Elena GIL

I. INTRODUCCION

La "fecha mágica" del 1 de enero de 1993 representa un hito en el largo proceso de la construcción europea que tiene su antecedente inmediato en la firma del Acta Unica el 28 de febrero de 1986, lo que supuso su entrada en vigor desde el 1° de julio de 1987, si bien supeditada en sus plenos efectos a un período de adaptación normativa que debía culminar, precisamente, en 1992.

La idea de una Europa unida se asienta, sin embargo, sobre unos antecedentes remotos, los movimientos europeístas de finales de los años cuarenta, que preveían la superación de una serie de etapas, en la convergencia hacia el mercado común, que permitieran el paso de una zona de libre cambio a una unión aduanera, y de ésta, finalmente, a una comunidad institucional en lo económico y lo político.

Las comunidades europeas que surgen con los tratados de París (19 de abril de 1951; Comunidad Europea del Carbón y del Acero) y de Roma (25 de marzo de 1957, Comunidad Económica Europea y Comunidad Europea de la Energía Atómica) son el antecedente mediato de la actual Europa de los Doce, a la que España pertenece desde 1986.

El Tratado de Roma, en particular, es el que fundamenta las instituciones que singularizan la Comunidad Europea como ente supranacional: Comisión Europea, como institución impulsora y gestora de los intereses de la Europa unida; Consejo de Ministros, como órgano decisorio y de salvaguardia del interés de los diferentes estados miembros; Tribunal de Justicia, como garante del derecho; y Parlamento Europeo, concebido como cauce de participación de los ciudadanos de los países miembros.

También en el Tratado de Roma se asientan los principios de libertad que permitirán, en última instancia, el mercado único, una vez que culminen los correspondientes períodos de adaptación el 1° de enero de 1993. Tales principios son los relativos a

la libertad de circulación de mercancías, la libre circulación de las personas (físicas y jurídicas; y por cuenta ajena –libre circulación de los trabajadores– o propia –libertad de establecimiento y de prestación de servicios–) y la libre circulación de capitales.

La libertad en los movimientos de capitales, entendida sobre todo en su acepción de transferencia, no vinculada estrictamente a la contraprestación de pago de una transacción económica, es la que se relaciona directamente con el contenido de este trabajo, y la que, en particular, ha sufrido mayores dilaciones en su implantación efectiva. A ello no es ajeno el hecho de que el Tratado de Roma no incluyese normas específicas de obligado cumplimiento, pero tampoco lo es el excesivo celo de los estados miembros por preservar sus cotas de soberanía en la definición de sus políticas fiscal, monetaria y cambiaria.

La Europa unida exige la liberalización de las balanzas de pagos por cuenta corriente (flujos comerciales), pero también la armonización de las políticas de tipos de cambio y la liberalización de las balanzas de capitales. A esos efectos, el nacimiento del SME (Sistema Monetario Europeo) en 1979, a partir de la idea esbozada ya en la Cumbre Europea de La Haya de 1969, con la propuesta de creación de la Unión Económica y Monetaria Europea, pretendía la estabilización de los tipos de cambio, y la armonización y convergencia de las políticas económicas, con el objetivo final de una moneda única, el ecu (European Currency Unit), y de un Banco Central Europeo (EUROFED).

En este ámbito, sin embargo, la heterogeneidad de comportamiento ha presidido las actuaciones de los Doce: en cuanto a la pertenencia o no al SME y en cuanto a la adscripción de las monedas nacionales a las bandas estrecha ($\pm 2,25$ por 100) o ancha (± 6 por 100) de posible fluctuación para las mismas. España, en concreto, pertenece al SME desde 1989, y la peseta fluctúa aún dentro de la banda ancha; en tanto que, respecto a la liberalización de los movimientos de capital, ha anti-

cipado voluntariamente al 1° de febrero de 1992 los compromisos que habrían de verificarse obligatoriamente en 1993.

Desde esta perspectiva, el mercado único del 1° de enero de 1993, con la plena liberalización de los movimientos de mercancías, personas y capitales, no es un punto final en el proceso de construcción europea, sino tan sólo un punto y seguido, que se debe continuar hacia el objetivo de la unión monetaria. Sólo desde la base de un único mercado y una única moneda se puede afrontar una competencia *inter pares* con Estados Unidos y Japón, garantizar el desarrollo de un mercado financiero europeo y asumir el reto histórico de la nueva entidad supranacional.

Como hito más reciente en la prosecución de la plena integración europea, en la localidad holandesa de Maastricht se alcanzó un acuerdo sobre el Tratado de la unión económica y monetaria. Tomando como base los acuerdos adoptados por el Consejo Europeo en Roma, en octubre de 1990, se ha dado un impulso definitivo hacia el logro de la unión económica y monetaria (UME), cuya primera etapa de realización comenzó en octubre de ese mismo año con la vista puesta en 1994, inicio de una segunda etapa que prevé el establecimiento del Instituto Monetario Europeo (IME), con un papel destacado como supervisor del SME, así como el fortalecimiento y desarrollo del ecu, el cual, en 1997, comienzo de la tercera y definitiva etapa del proceso, habrá de instaurarse como moneda única. El Tratado de la UME ha establecido los criterios de convergencia que deben satisfacer, durante 1995 y 1996, los países que deseen acceder a la tercera fase del proceso, en la que existirán la moneda única y el Banco Central Europeo, que sustituirá al IME. Para situarse en ese primer escenario, será imprescindible que al menos siete países cumplan los requisitos de convergencia.

Resulta evidente, en este punto, la vinculación entre unión económica y monetaria y unión política, sobre la que la Conferencia Intergubernamental de Maastricht, de 1991, no dio, sin embargo un paso definitivo, limitándose a adoptar un mecanismo de reparto de cargas presupuestarias de la Comunidad Europea según la riqueza de cada estado, que se ha bautizado como acuerdo de cohesión económica y social. Al mismo tiempo, se han recogido las objeciones del Reino Unido, que supeditó la firma del Tratado a la inclusión de una cláusula que le eximiera de la obligación de pasar a la tercera fase sin una decisión al respecto previamente adoptada por su gobierno o Parlamento. Más recientemente, y con carácter previo a su ratificación del Tratado, las dos cámaras del Parlamento alemán han reivindicado que también sea preceptiva su aprobación para el paso de su país a esa tercera fase.

Desde ese supuesto globalizador, las dificultades actuales provienen, en palabras de Mark Eyskens, Ministro de Asuntos Exteriores belga (pronunciadas durante la Cumbre Europea de Luxemburgo, en abril de 1991), de que la CE ha demostrado ser "un gigante económico, un pigmeo político y una larva militar" ante acontecimientos tales como la guerra del Golfo Pérsico. Por otra parte, la evolución de los países del centro y Este de Europa, desde la caída del muro de Berlín, el 9 de noviembre de 1989, y la aproximación a la CE de los países de la EFTA, abren la incógnita sobre la consolidación o no de la idea europea.

La Comunidad Europea se enfrenta así, en el momento presente, a una trascendental disyuntiva: o bien avanza hacia su unidad política, económica y social, con los doce miembros actuales e ignorando las convulsiones que se están produciendo en su entorno inmediato, o bien amplía su composición con nuevos miembros, de una enorme diversidad, en un proceso de construcción europea de n-velocidades y diferentes estatutos de asociación que tal vez sólo conduzca a estadios elementales de unión económica, en los que, como afirma Alain Minc, "el objetivo de una Europa integrada sea un sueño roto".

De este somero repaso de los principios teóricos e institucionales que inspiran la Comunidad Europea, y sea cual sea la composición y funcionamiento de ésta durante los próximos años, se deduce el nuevo marco económico y financiero al que han de enfrentarse los actuales países miembros a partir de 1993: mercado único y plenamente liberalizado, integración monetaria y paulatino abandono del sistema de bancos centrales nacionales, y mercado financiero integrado en sus diversos componentes de banca, seguros y mercados de valores.

Ante ese panorama, es evidente que los mercados de valores no podían permanecer al margen de la idea integradora que subyace en los principios fundacionales de la CE, y que, de hecho, ya en 1969 contemplaba la necesidad de un mercado europeo de capitales en un *memorandum* de la Comisión Europea; aunque, propiamente, el definitivo impulso integrador se ha producido con la Tercera Directiva y con el Acta Única.

Pero es que, además, si de algún mercado puede decirse que tienda, en el momento presente, a la internacionalización y a la supresión progresiva de trabas temporales y espaciales, éste es, sin duda, el mercado de valores. Asentados sobre tres núcleos financieros internacionales, —Nueva York, Tokio y Londres—, los mercados de valores presentan un comportamiento interrelacionado que se basa en un funcionamiento prácticamente continuo y solapado de los mismos, una difusión de sus informaciones en tiempo real y una supresión progresiva de las restricciones a la negociación en

ellos, como consecuencia del desarrollo y generalización de la informática y las telecomunicaciones.

En ese contexto de competitividad internacional, los mercados de valores deben legitimar su existencia y funcionamiento sobre la eficiencia, entendida como el logro de su objetivo básico, —la financiación del sistema económico— con el menor empleo posible de recursos, y no sobre la regulación más o menos artificiosa y fundamentada de las barreras de acceso y/o salida de ellos.

El reto para los más de cuarenta mercados de valores existentes en los países miembros de la CE es, así, doblemente exigente: no sólo proviene de la necesidad de su integración en Europa, sino de la polarización que ya existe a escala internacional sobre áreas financieras líderes. La alternativa a la construcción de "Europa, plaza financiera", que pueda erigirse en competidora de esas áreas de Estados Unidos y Japón no es otra que la de permanecer supeditados a ellas, o a la Bolsa londinense.

El panorama de los mercados de valores europeos, como se tendrá oportunidad de repasar a lo largo de las siguientes páginas es, sin embargo, poco halagüeño. El número de mercados existentes en los Doce, aunque polarizado a su vez respecto de bolsas líderes de cada país, se traduce —salvo en el caso de Londres que es un mercado competitivo a nivel internacional— en tamaños inadecuados y escasos. Existe una enorme diversidad de regulaciones nacionales que coinciden en el tinte proteccionista frente a los mercados foráneos, y que toleran la ineficiencia de unos elevados costes operativos. Como consecuencia de todo ello, se constata una fuerte competencia intraeuropea, así como una aparición, raramente planificada y coordinada, de nuevos mercados, secundarios y/o derivados, y productos.

En los apartados que siguen se tratan de fundamentar las respuestas a la pregunta sobre la viabilidad del mercado de valores europeo integrado considerando los requerimientos específicos que introduce el nuevo marco comunitario del Acta Única, analizando los aspectos más relevantes que pueden condicionar la integración, y situando el proceso de reforma del mercado de valores español en la perspectiva comunitaria.

II. EL NUEVO MARCO COMUNITARIO Y LOS MERCADOS DE VALORES

1. Regulación del sector de valores mobiliarios en el mercado financiero integrado

Desde que, a mediados de 1985, la Comisión de la Comunidad Europea presentó su Libro Blanco sobre la consecución del mercado interior, en el que se proponía una lista de 300 medidas armoni-

zadoras por adoptar, y especialmente desde el impulso definitivo que supusieron la firma y el comienzo del período de vigencia del Acta Única Europea, en julio de 1987, el proyecto europeo se ha configurado desde múltiples aspectos: económico, social e incluso político.

La creación del mercado interior y el espacio financiero únicos quedó respaldada con la aprobación, en febrero de 1988, del plan Delors por parte de los jefes de Estado y de gobierno, apostando definitivamente por la libre circulación de capitales. Desde esa fecha, ocho países comunitarios (Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Holanda, Inglaterra, Italia y Luxemburgo) han liberalizado ya completamente todas las operaciones de capital entre residentes de la Comunidad Europea. Los restantes países comunitarios podrán acogerse a un régimen transitorio, hasta finales de 1992, para alcanzar ese mismo objetivo. A esta prerrogativa ha renunciado España, al anticipar voluntariamente al 1º de febrero de 1992 la libre circulación de capitales.

Aunque existen opiniones escépticas que consideran que en 1993 es poco probable que exista un mercado financiero totalmente integrado (1), ya se empiezan a percibir algunos efectos del futuro marco ampliado de los mercados de valores europeos.

Cuando queda menos de un año para alcanzar un mercado único en el que la libre prestación de servicios pueda desarrollarse sin ninguna restricción o traba legal, conviene reflexionar acerca de lo que significa realmente un mercado de valores mobiliarios a escala europea.

En el Libro Blanco de la Comisión para la realización del mercado interior (junio 1985) ya se dejó constancia de que "la apertura de los mercados financieros debería favorecer el desarrollo económico de la Comunidad, asegurando un reparto óptimo del ahorro europeo. Se trata de crear un sistema financiero integrado atrayente y competitivo".

A este respecto, el mercado único de valores representa uno de los puntales básicos del nuevo espacio financiero europeo libre de restricciones. La creciente interconexión de los mercados de valores mobiliarios permite a los inversores operar libremente a escala mundial. En este sentido, la competencia que se constata desde los mercados de valores que giran en la órbita de Estados Unidos y Japón presiona cada vez con mayor urgencia a la Comunidad Europea para que integre los suyos.

Aunque durante años se ha estado avanzando en la tarea de regular y armonizar los mercados de valores, la labor legislativa no se encuentra en absoluto terminada. Tan sólo algunos aspectos parciales han sido tratados con éxito hasta sus últi-

mos extremos a través de diversas directivas que se comentan a continuación. Las disposiciones que se encuentran todavía en fase de proyecto resultan importantes; en especial, teniendo en cuenta que otros aspectos no puramente financieros, como puede ser la debatida armonización fiscal, afectarán al futuro mercado de valores europeo.

Para analizar los aspectos más relevantes de la regulación de la Comunidad en materia de bolsas de valores, conviene resumir la filosofía que impregna todo el proyecto del mercado único europeo en lo concerniente a las llamadas "empresas de inversión": 1) armonización de las reglas fundamentales que les son aplicables, 2) reconocimiento mutuo por las autoridades nacionales encargadas de la supervisión de los controles efectuados por el país de origen y 3) control por el país de origen de todas las sociedades que operan en diferentes estados miembros (Maldonado, 1991, pág. 19).

Las principales materias reguladas por directivas comunitarias son, hasta la fecha, las siguientes (cuadro núm.1):

1) Condiciones de admisión de títulos a cotización oficial en una Bolsa de valores.

2) Condiciones de elaboración, control y difusión del folleto de admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una Bolsa de valores y el reconocimiento mutuo de aquéllas.

3) Información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una Bolsa de valores.

4) Libertad de comercialización de determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

5) Informaciones que deben publicarse con motivo de la compra o venta de una participación importante en una sociedad que cotice en Bolsa.

6) Coordinación de los requisitos de establecimiento, supervisión y difusión del folleto que debe publicarse en las ofertas públicas de venta de valores mobiliarios.

7) Coordinación de las normativas referentes a las operaciones con información privilegiada.

Por lo que respecta a las directivas que regulan la actividad del sector bancario en materia de valores conviene destacar la Segunda Directiva Bancaria (89/646/CE), en la que se habilita el reconocimiento mutuo de las autorizaciones de los sistemas de supervisión prudencial, que permita la concesión de una autorización única, válida en toda la Comunidad, y la aplicación del principio de supervisión por el estado miembro de origen. Con el reconocimiento mutuo, las entidades de crédito autorizadas en un estado miembro de origen pueden llevar a cabo, en su caso, alguna o todas las actividades siguientes en materia de valores, bien

CUADRO NUM.1 DIRECTIVAS APROBADAS EN MATERIA DE BOLSAS DE VALORES

- Directiva 79/279/CEE del Consejo, sobre coordinación de las condiciones de admisión a cotización oficial en una Bolsa de valores, hecha en Bruselas el 5 de marzo de 1979.
- Directiva 80/390/CEE del Consejo, sobre la coordinación de las condiciones de elaboración, control y difusión del prospecto que se publicará para la admisión de valores mobiliarios a la cotización oficial en una Bolsa de valores, hecha en Bruselas el 27 de marzo de 1980.
- Directiva 82/121/CEE del Consejo, relativa a la información periódica que deben publicar las sociedades cuyas acciones sean admitidas a cotización oficial en una Bolsa de valores, hecha en Bruselas el 15 de febrero de 1982.
- Directiva 82/148/CEE del Consejo, por la que se modifican la Directiva 79/279/CEE y la Directiva 80/390/CEE, hecha en Bruselas el 3 de marzo de 1982.
- Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), hecha en Bruselas el 20 de diciembre de 1985.
- Directiva 87/345/CEE del Consejo, por la que se modifica la Directiva 80/390/CEE, hecha en Luxemburgo el 22 de junio de 1987.
- Directiva 88/220/CEE del Consejo, que modifica la Directiva 85/611/CEE, en lo relativo a la política de inversión de determinados OICVM, hecha en Bruselas el 22 de marzo de 1988.
- Directiva 88/627/CEE del Consejo, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en Bolsa, hecha en Bruselas el 12 de diciembre de 1988.
- Directiva 89/298/CE para la coordinación de los requisitos de establecimiento, supervisión y difusión del prospecto que debe publicarse en las ofertas públicas de valores mobiliarios.
- Directiva 89/592/CE del Consejo de la CEE de 13 de noviembre de 1989 sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.
- Directiva 89/646/CE del Consejo de la CEE de 15 de diciembre para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y por la que se modifica la directiva 77/780/CEE.

mediante el establecimiento de una sucursal o bien por vía de la prestación efectiva de servicios:

- Transacciones, por cuenta propia de la entidad, o por cuenta de su clientela, que tengan por objeto: instrumentos del mercado monetario, mercados de cambios, instrumentos financieros a plazo y opciones, instrumentos sobre divisas o sobre tipos de interés y valores negociables.

- Participaciones en las emisiones de títulos y prestación de los servicios correspondientes.

- Asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, de estrategia industrial y de cuestiones afines, así como asesoramiento y servicios en el ámbito de la fusión y la compra de empresas.

- Gestión y asesoramiento de patrimonios.

- Custodia de valores negociables.

Los objetivos básicos del derecho comunitario en materias del mercado financiero se centran en garantizar la protección de los consumidores y de los inversores. Para ello, la supervisión de las entidades y de sus sucursales corresponde a las autoridades competentes del estado miembro de origen, mientras que el estado miembro de acogida será, por el momento, el encargado de la supervisión de la liquidez. Por otra parte, cualquier entidad de crédito que se proponga establecer una sucursal en el territorio de otro estado miembro deberá notificarlo a la autoridad competente del estado miembro de origen. Para ejercer por primera vez las actividades en otro estado miembro, en el marco de la libre prestación de servicios se actuará del mismo modo, notificando a las autoridades competentes del estado miembro de origen qué actividades se van a llevar a cabo.

Si se desea revisar cuál es todavía la tarea pendiente en materia de regulación del mercado único de valores habría que referirse, en primer lugar, a la propuesta de directiva sobre ofertas públicas de adquisición de valores, que persigue fomentar la transparencia, así como garantizar la igualdad de oportunidades en los procesos de reestructuración accionarial de sociedades que coticen en bolsas de valores. A este respecto, es de reseñar que la legislación española se ha anticipado a la futura normativa con la aprobación del RD 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. En cualquier caso, tanto el proyecto comunitario como el reglamento español persiguen la prohibición de las ofertas públicas de adquisición parciales y, por otra parte, la declaración pública de intenciones de quien presenta la oferta respecto a los bienes y la actividad de la sociedad afectada.

Existen, además, otros temas que están en el punto de mira de los legisladores comunitarios.

a) Una propuesta de directiva del Consejo, relativa a los impuestos indirectos sobre las operaciones con valores, que persigue su eliminación. No se debe olvidar que la armonización del tratamiento fiscal del tráfico de valores mobiliarios resulta fundamental en el marco del mercado único de valores, ya que la persistencia de doce sistemas fiscales no permitiría referirse a un auténtico mercado único con igualdad de oportunidades para todos los países miembros. La armonización fiscal resulta tan crucial que es preferible destinarle un comentario aparte en este estudio. Sin embargo, y en lo que a este proyecto de directiva se refiere, no conviene soslayar el hecho de que otros mercados, como Estados Unidos o Japón, están llevando a cabo reducciones en los impuestos que gravan las operaciones bursátiles, y que algunos países europeos también se suman a esta actitud, que abarata los costes de negociación y, en con-

secuencia, contribuye al aumento de la contratación y la liquidez de sus mercados de valores internos.

b) También existe un proyecto de directiva (1988), concerniente a los servicios de inversión, que tiene por objeto facilitar el acceso a las actividades de las empresas de inversión y al ejercicio de dichas actividades, con o sin establecimiento permanente, sobre la base de una autorización única concedida por la autoridad de control del estado miembro de origen, en beneficio del reconocimiento mutuo de la calidad y del carácter idóneo del control ejercido únicamente por dicha autoridad. Este proyecto de directiva propugna, entre otros puntos, la supervisión por las autoridades del país de origen de las sucursales, con excepción del riesgo de mercado y del código de conducta (están por desarrollar dos directivas acerca de estos temas); la libertad de acceso, tanto a las bolsas de valores tradicionales como a los mercados de futuros y opciones; la cooperación entre las autoridades de control de cada estado miembro; y la regulación de determinadas reglas de reciprocidad frente a terceros países.

c) En abril de 1990 se presentó un proyecto de directiva sobre el *ratio* de solvencia de las empresas de inversión, incluyendo a las entidades de crédito que actúan en mercados de valores, que queda definido a partir de un capital mínimo fijo mas unos recursos propios adicionales en función de los riesgos que se asuman.

Ese último intento de diseñar un capital mínimo estándar para las empresas de inversión, en reciprocidad con los requisitos de adecuación del capital de entidades bancarias desarrollado por el comité de bancos centrales de Basilea, se está llevando a cabo desde distintos frentes. A este respecto, conviene también recapitular las iniciativas tomadas en materia de solvencia.

1) La primera proviene de la directiva de la CE sobre requisitos de capital para empresas financieras no bancarias. Se contempla como un complemento de la anteriormente citada directiva de la CE sobre servicios de inversión, si bien el borrador de ésta se encuentra todavía inmerso en el debate abierto acerca de la futura estructura de los mercados de valores europeos.

2) La segunda iniciativa parte del grupo de Basilea, que revisa las necesidades de capital de los bancos para incluir en ellas los riesgos de mercado de sus carteras de valores.

3) Un tercer intento de encontrar un esquema de requisitos de capitales mínimos se está llevando a cabo por la International Organization of Securities Commissions, que, junto con el grupo de Basilea, está trabajando en un acuerdo que probablemente se alcance en fechas próximas.

Por último, en materia de armonización, conviene recordar las recomendaciones formuladas, en marzo de 1990, por el Grupo de los Treinta para establecer un sistema de compensación y liquidación homogéneo, que recoja las principales líneas ya enunciadas en el Informe de los Treinta de marzo de 1989; esto es, la liquidación de las operaciones en el día D+5 como máximo, la entrega de los valores adquiridos (y no otros) contra su pago, y la garantía de las partes. La Comunidad Europea ha asumido como un objetivo propio estas recomendaciones, que se han implantado en todos sus extremos antes del inicio de 1992.

2. La relevancia de la fiscalidad del ahorro

Pese a su trascendencia para el logro del mercado financiero único, la Comisión parece ir especialmente retrasada ante el objetivo del 1º de enero de 1993 en materia de armonización fiscal, y es que, con la liberalización completa de los movimientos de capitales, los riesgos de evasión y fraude fiscal pueden ser importantes, en la medida en que persista un conjunto heterogéneo de regímenes nacionales reguladores de la fiscalidad del ahorro.

Aunque se ha avanzado en materia de impuestos indirectos, todavía queda mucho por recorrer para armonizar la fiscalidad de las rentas de capital. Pensemos que, junto con la diversidad de tipos impositivos de retención en la fuente sobre tales rentas de los residentes en cada estado miembro, convive el tratamiento fiscal de los no residentes, con todo el complejo entramado de convenios de doble imposición y la diferente concepción entre

rendimientos del capital mobiliario y plusvalías entre los países de la Comunidad. Sirva como ejemplo el cuadro núm. 2, relativo al tratamiento fiscal de los fondos de inversión y de sus partícipes (residentes y no residentes) en función del país donde se localizan sus inversiones (fondos internos o en divisas).

Todo ello lleva a anticipar que si no se alcanzara una mínima convergencia de la imposición sobre los beneficios y sobre el ahorro financiero, se podrían producir movimientos de capital hacia los países más "competitivos" desde la perspectiva fiscal. Así, si la legislación comunitaria no avanza lo suficientemente deprisa, deberán ser los propios estados miembros los que reajusten su tratamiento fiscal. Por el momento, está pendiente de aprobar el proyecto de directiva para el establecimiento de un sistema generalizado de retención en la fuente dentro de la Comunidad (un mínimo del 15 por 100 sobre los rendimientos).

En cualquier caso, los distintos países comunitarios están inmersos en una revisión de sus legislaciones fiscales de cara a mejorar el tratamiento de las operaciones bursátiles, lo que atraería a nuevos inversores a los mercados de valores y fomentaría el ahorro.

En este sentido, merecen destacarse los PEP (*personal equity plans*) británicos, planes de ahorro popular que gozan de un favorable tratamiento fiscal y que, gracias a la Ley de Presupuestos británica de 1990, ya pueden invertir en fondos de inversión hasta el 50 por 100 del ahorro. España también ha incluido en la nueva Ley del IRPF los planes de ahorro popular, si bien todavía están por

CUADRO NUM. 2
FISCALIDAD EUROPEA DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA
Institución de Inversión Colectiva domiciliada en:

El fondo	Francia	Italia	Alemania	Bélgica	España	Holanda	Irlanda	G. Bretaña
Sujeto al impuesto sobre:								
- Ganancias de capital	NO	NO	NO	NO	SI	NO	NO	NO
- Renta	NO	NO	NO	NO	SI	SI	NO	SI
- Otros impuestos/ retención sobre el fondo	NO	SI	NO	NO	NO	SI	NO	NO
<i>El inversor (que adquiere un fondo interno) y que reside en:</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Alemania</i>	<i>Bélgica</i>	<i>España</i>	<i>Holanda</i>	<i>Irlanda</i>	<i>G. Bretaña</i>
Sujeto al impuesto sobre:								
- Ganancias de capital al vender participaciones	SI	NO	NO	NO	SI	NO	SI	SI
- Renta	SI	NO	SI	NO	SI	SI	SI	SI
<i>El inversor (que adquiere un fondo extranjero):</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Alemania</i>	<i>Bélgica</i>	<i>España</i>	<i>Holanda</i>	<i>Irlanda</i>	<i>G. Bretaña</i>
Sujeto al impuesto sobre:								
- Ganancias de capital al vender participaciones	SI	NO	NO	NO	SI	NO	SI	SI
- Renta	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI

Fuente: Euromoney (mayo 1990)

arbitrarse las características definitivas de estos planes.

Del mismo modo, las bolsas de productos derivados están presionando fuertemente a sus gobiernos para que mejoren el tratamiento fiscal de estos productos, de forma que contribuyan a elevar el volumen de contratación y a evitar la "deslocalización del ahorro nacional".

3. El peso actual de las bolsas europeas en el contexto internacional

A la hora de evaluar las repercusiones del mercado único europeo, se debe tomar como punto de referencia la situación de partida de las doce principales bolsas europeas y su papel dentro de la economía financiera internacional.

En este sentido, conviene recordar que desde el año 1984 la capitalización bursátil de las bolsas europeas ha ido alcanzando una mayor importancia en el contexto mundial, en detrimento de las americanas. Así, si analizamos el porcentaje que representa la capitalización bursátil europea respecto de la mundial, aquélla pasa del 16,5 por 100 en 1984 al 27,4 por 100 en 1990, mientras que dicho porcentaje para las bolsas estadounidenses desciende del 54,7 por 100 al 33,5 por 100 en ese mismo período (gráfico 1). Este movimiento resulta más comprensible si comprobamos que el producto nacional bruto de Europa representaba, en 1990, el 42 por 100 del mundial y el estadounidense el 33 por 100 (en 1989, fueron muy similares, aunque el efecto de la recesión norteamericana, con un crecimiento de su economía del 0,9 por 100, redujo sustancialmente su importancia relativa).

Si se realizan iguales comparaciones con la Bolsa de Japón, las cifras resultan más espectaculares, ya que mientras el PNB japonés representa el 19 por 100 del mundial, su capitalización bursátil supone el 33 por 100 de la mundial; aun cuando debería matizarse, en pro de la homogeneidad, que el complejo entramado de participaciones cruzadas entre empresas japonesas multiplica sus cifras de capitalización bursátil.

A estos efectos, sin embargo, conviene precisar que el peso de las diferentes bolsas europeas en términos de capitalización no es uniforme, y que destaca, sobre todas, la de Londres (gráfico 2).

Estas mismas tendencias se ponen de manifiesto en el cuadro núm. 3, al relativizar las cifras de capitalización bursátil con el peso de las diferentes economías medido a través del PNB.

Las cifras así elaboradas resultan elocuentes, aunque están condicionadas por el papel que, en cada país, haya jugado tradicionalmente el mercado de valores como financiador de la actividad económica, así como por el peso del sector banca-

rio y sus relaciones con la industria. Pero, aun con ello, se puede confirmar la posición relevante de la Bolsa de Londres dentro del panorama bursátil internacional.

En síntesis, y como se recoge en el cuadro número 4, las principales bolsas europeas tienen un peso específico en el contexto bursátil mundial y, en términos agregados, Europa reúne ya los requisitos para constituirse en una plaza bursátil líder. Sin olvidar que la integración de los mercados europeos puede potenciar su liquidez, ya que, sin duda, atraería a nuevos intermediarios e inversores; todo ello en un contexto en el que los movimientos internacionales de capital tienen vida propia e independiente respecto a cómo y dónde se producen los intercambios de bienes y servicios.

Desgraciadamente, y por el momento, no se debe olvidar que existen doce mercados, cada uno con peculiares y diferentes sistemas de negociación, acceso a la condición de miembro del mercado, perfil de inversores, regulación, comisiones, fiscalidad, etcétera.

Seguidamente, se revisan algunas características de las principales bolsas de valores europeas, que permiten anticipar algunas conclusiones sobre la situación actual:

- Cada país presenta una bolsa líder y otro conjunto de bolsas locales y de segundos mercados, e incluso terceros, para la negociación especializada de empresas medianas.

CUADRO NUM. 3
EVOLUCION RECIENTE DEL RATIO CAPITALIZACION BURSATIL/PNB (Porcentajes)

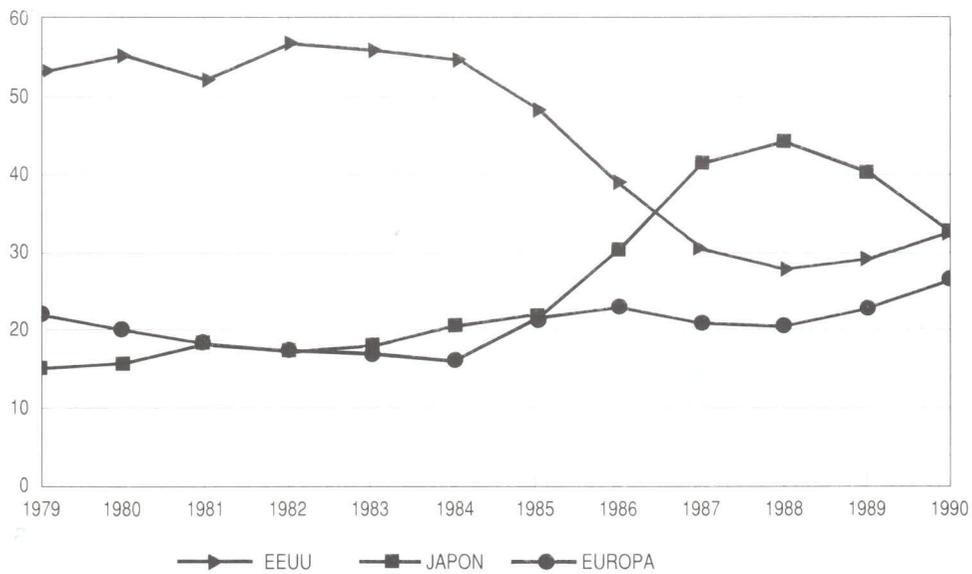
	1979	1989	1990
Estados Unidos	39	58	44
Japón	30	155	70
Gran Bretaña	32	98	77
Francia	9	32	18
Alemania	10	26	16
España	9	28	19

CUADRO NUM. 4
CAPITALIZACION BURSATIL DE LOS PRINCIPALES MERCADOS MUNDIALES (Datos en miles de millones de dólares)

	1988	1989	1990
Gran Bretaña	569,5	666,3	707,6
Alemania	n.d.	287,3	259,9
Francia	159,8	217,3	195,9
Italia	98,3	114,0	89,9
España	67,3	74,0	63,6
Estados Unidos	1.869,3	2.355,3	2.186,6
Japón	3.058,8	3.150,6	2.027,8

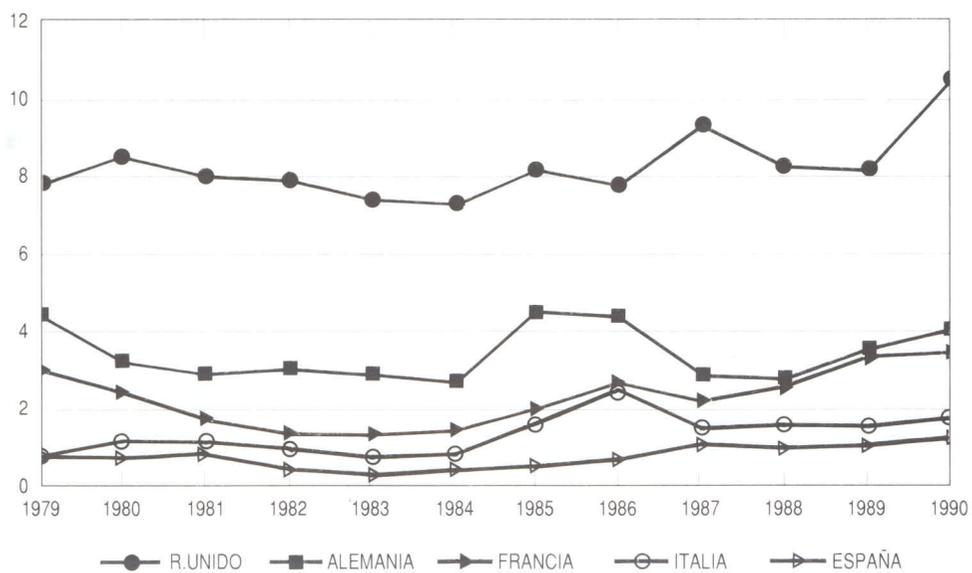
Fuente: Financial Times.

GRAFICO 1
CAPITALIZACION
 (Porcentaje sobre la capitalización mundial)



Fuente: UBS Phillips & Drew, World Capital Markets (16-1-1991)

GRAFICO 2
CAPITALIZACION
 (Porcentaje sobre la capitalización mundial)



Fuente: UBS Phillips & Drew, World Capital Markets (16-1-1991)

- Los sistemas de contratación, compensación y liquidación constituyen un conjunto heterogéneo y difícil de integrar desde una perspectiva común.

- El perfil de los intermediarios y de los inversores varía también significativamente de un estado miembro a otro.

Francia

El desarrollo que está alcanzando el mercado de valores francés debe entenderse tanto desde el proceso de reforma iniciado en 1988 como desde la última privatización de 65 empresas industriales y financieras, que atrajo a un gran número de inversores.

La reforma condujo a una nueva legislación, elaborada por el Conseil des Bourses de Valeurs (COB), como marco regulador para adecuar la estructura del mercado francés a las nuevas necesidades de inversores y empresas, siguiendo la tendencia de modernización de las principales bolsas internacionales y adaptando su mercado al nuevo marco de 1993.

Existen siete bolsas de valores, aun cuando la Bolsa de París concentra el 95 por 100 de todas las transacciones, y pueden encontrarse tres mercados en el sistema de bolsas francés: las acciones con cotización oficial o mercado oficial, el segundo mercado y el mercado *over-the-counter* (*marché hors-cote*).

El horario de la Bolsa de París es de 12,30 a 2,30 horas, si bien de 9,30 a 11,00 se negocian también los 30 valores más líquidos, de forma que su negociación es continua. Además, los valores extranjeros que se negocian en el mercado a plazo cotizan de nuevo durante la última sesión, que coincide con la primera hora de negociación de la Bolsa de Nueva York.

El número de inversores que participan directamente en acciones se ha multiplicado por seis desde 1978; aunque también tienen una participación importante en este ámbito las SICAVS (sociedades de inversión de capital variable).

La Bolsa de París cuenta con el sistema de contratación CATS, que se implantó en junio de 1986, y además algunos *brokers* han desarrollado un sistema de negociación por bloques que funciona durante todo el día, sobre la base de los precios que se establezcan entre el más alto y el más bajo del precio a plazo y al contado.

Desde el pasado mes de enero, la Bolsa de París está implantando un conjunto de medidas que podrían calificarse de segunda reforma. Este auténtico intento de frenar el proceso de desviación de negocio hacia Londres, que se viene observando en los últimos años, pasa por la segmentación de funciones. De este modo el COB puede conce-

der autorizaciones independientes para la realización de cada actividad sobre valores, tales como intermediación, ejecución de órdenes o custodia. Los recientes escándalos de algunas sociedades de valores francesas han propiciado la búsqueda de sistemas que garanticen la separación entre negocios, de forma que no se puedan utilizar fondos de clientes para cubrir pérdidas.

Alemania

La preocupación de la comunidad financiera alemana ante la pérdida de negocio a favor de otros centros bursátiles ha conducido a plantear un conjunto de acciones encaminadas a revitalizar el papel de las bolsas germanas.

En el mercado de valores alemán, juegan un importante papel tanto la banca, nacional y extranjera, como los inversores (por las carteras de valores que mantienen), y también los intermediarios por cuenta de clientes individuales e institucionales.

En la actualidad, existen, ocho bolsas, de las que Düsseldorf y Francfort representan algo más de las tres cuartas partes de la contratación total (sólo Francfort concentra el 70 por 100 de la contratación de acciones y bonos). En cualquier caso, la negociación de valores cotizados no se circunscribe a las bolsas de valores. Los bancos, siempre siguiendo las indicaciones de sus clientes, pueden canalizar estas órdenes a las bolsas o bien pueden ejecutarlas fuera de ellas. Ese mercado externo no está regulado, es telefónico y tiene lugar entre bancos, instituciones de crédito y clientes particulares. Se estima que el volumen que se negocia en él es superior al de las bolsas oficiales, por lo que, cuando se alude a las cifras de contratación de las bolsas alemanas, hay que ponderar en ellas esta peculiaridad.

En la actualidad, se ofrecen cuatro cauces distintos para la negociación de acciones. En primer lugar, en el mercado oficial (*Amtliche Notierung*) de cada una de las ocho bolsas se negocian las sociedades de mayor tamaño y más conocidas, y también la deuda pública. El mercado semiformal (*Geregelter Freiverkehr*), está sujeto, asimismo, al control estatal, pero su regulación es más flexible. En tercer lugar, el mercado *over-the-counter* (OTC), que cuenta con un sistema telefónico, está reservado a los bancos alemanes que actúan por cuenta de sus clientes. Por último, existe un mercado no oficial y no regulado de negociación dentro y fuera del parqué (*Ungeregelter Freiverkehr*). Su negocio se centra en un conjunto de valores sin cotización oficial correspondientes a pequeñas sociedades.

La migración hacia un sistema de contratación electrónico (el sistema IBIS 2) no ha estado exenta de problemas, motivados en gran medida por los

intereses regionales de cada una de las ocho bolsas actuales. Este sistema, que se implantó en abril de 1991, ya cuenta con los principales valores que configuran el índice DAX, y además ha recibido el apoyo del Bundesbank, al decidir éste cotizar algunas de sus emisiones de bonos del Estado a través del nuevo sistema IBIS.

Por lo que respecta al sistema de compensación y liquidación, la Bolsa de Francfort cuenta con uno de los más avanzados, por estar totalmente informatizado y dotado con un depósito central de todas las acciones, con una liquidación a los dos días de la contratación. Sin embargo, los costes de implantar este sistema han sido inmensos.

Sin embargo, el principal problema al que se enfrenta el mercado alemán es la competencia de las plazas financieras de Londres y París, en un momento en el que los distintos intereses nacionales presionan sobre proyectos locales, exigiendo una cuantiosa asignación de recursos. Por otra parte, algunas empresas alemanas empiezan a cuestionarse el coste de cotizar en las ocho bolsas nacionales cuando tienen acceso a otras bolsas internacionales para acceder a su financiación.

Todo ello está fomentando el desarrollo del proyecto centralizador de la sociedad Deutsche Börse, al menos para contar con un único mercado para las principales sociedades que cotizan de forma internacional.

Gran Bretaña

Aunque existen seis bolsas en el Reino Unido e Irlanda, que forman la Associated Exchange, cuando se alude a la bolsa británica la atención se dirige a la Bolsa de Londres, la International Stock Exchange (ISE), que presenta un número de sociedades cotizadas superior al del resto de las bolsas europeas, y que constituye la tercera Bolsa mundial en términos de capitalización bursátil. Además es la bolsa europea más internacional, como muestra la creciente importancia de la negociación de acciones extranjeras: 40.000 millones de libras en 1988, 85.000 millones en 1989 y 147.000 millones en 1990.

Desde el famoso *Big Bang* del año 1986, se ha reforzado el papel de la ISE debido a las menores comisiones que aplica y a las facilidades de cotización que ha proporcionado a las empresas extranjeras. En la actualidad, es una de las pocas bolsas que está preparada para asumir el funcionamiento de un mercado de valores global y con negociación durante las 24 horas.

El sistema de negociación denominado *Stock Exchange Automated Quotations System* (SEAI) está informatizado, opera de forma continuada desde las 9 hasta las 15,10 horas y se rige según el modelo de mercado dirigido por precios con la

actuación de creadores de mercado. En la actualidad este sistema se encuentra en un proceso de mejora que pretende: 1) terminar con la separación entre mercado doméstico e internacional (SEAI), con el objeto de fomentar la transparencia; 2) abrir a sociedades de bolsas no británicas y a bolsas internacionales el sistema SEAI, con el objeto de avanzar en la creación de un auténtico mercado europeo con la participación de otras bolsas, y 3) ampliar los servicios del SEAI, que en la actualidad se limitan al de tablón electrónico de negociación, facilitando informes de negociación y comunicación con sistemas de compensación.

Adicionalmente, el Reino Unido cuenta con un segundo mercado (*Unlisted Securities Market*) al que acceden empresas de menor dimensión, y que no cumplen todos los requisitos que se exigen a aquellas que cotizan en el primer mercado. En enero de 1987, además, se creó un tercer mercado para empresas pequeñas y/o nacientes que, a su vez, no cumplieran las condiciones para acceder al USM.

Por lo que respecta al sistema de liquidación de acciones, la Bolsa de Londres está inmersa en la actualidad en un proceso de reforma, con el objeto de eliminar sus actuales riesgos de funcionamiento y como paso previo a la implantación del sistema de liquidación automatizado denominado *Taurus*, cuya fecha de lanzamiento se ha fijado para abril de 1993, después de numerosos aplazamientos.

Algunas de esas características explican que, literalmente, Londres se esté comiendo a las restantes bolsas europeas, al desbancar definitivamente a Francfort y negociar el 12 por 100 del mercado parisiense y casi el 15 por 100 del mercado bursátil español.

Italia

El mercado de valores italiano ha vivido durante los últimos años un proceso de reforma y desarrollo propiciado por la Ley Visentini bis, que permitía a las sociedades actualizar el valor de sus activos con exención fiscal en el impuesto sobre ganancias de capital, y por la creación de los fondos de inversión, cuyo crecimiento en los últimos años ha contribuido a un cierto relanzamiento de la actividad bursátil. A diferencia de las bolsas alemanas, la banca y otros intermediarios no tienen capacidad de negociación; sólo las sociedades de inversión pueden actuar en este mercado.

Aunque el liderazgo de negociación corresponde a la Bolsa de Milán, Italia cuenta con otras nueve bolsas de valores, todas ellas con horario de 10,00 a 13,45 h., aunque la hora de cierre puede modificarse discrecionalmente en función del volumen de contratación. La Bolsa de Milán dispone de nueve secciones: una para bonos y deuda pública, otra para opciones sobre acciones, otra para mo-

neda extranjera, y seis para acciones y bonos convertibles. Italia cuenta también con seis segundos mercados, y algunas de sus sociedades cotizadas lo hacen en más de una bolsa.

Las perspectivas actuales del mercado bursátil italiano no son precisamente halagüeñas, al persistir una serie de carencias estructurales (mantenimiento de la contratación "a viva voz"; predominio de un número reducido de valores de primera fila; desvío del ahorro hacia títulos de renta fija emitidos por el Estado;...) que han contraído el volumen de contratación diaria a la quinta parte del que representaba hace tan sólo cinco años, y que han motivado la amenaza de los principales empresarios italianos de cotizar exclusivamente en Londres o en otros mercados internacionales. Las 21 sociedades italianas que cotizan en la actualidad en el sistema SEAQI londinense contrataron el 58,9 por 100 en este sistema en relación con su contratación en la Bolsa de Milán en los cinco primeros meses de 1991. En el caso del grupo de gas italiano Italgas, el volumen negociado a través del SEAQI triplicó al correspondiente a la Bolsa de Milán.

En el pasado mes de enero de 1992, han comenzado a actuar las nuevas *societás di intermediazione mobiliare* (SIM), en su mayoría dominadas por grupos bancarios. Con el nuevo sistema de organización bursátil, se pretende concentrar todo el negocio de valores en este mercado, acabando con la práctica actual de que los bancos ejecuten órdenes de sus clientes internamente.

4. El papel de la inversión colectiva en el desarrollo de los mercados de valores

Debido a su creciente importancia, el análisis de la inversión colectiva en los mercados de valores europeos requiere una mención expresa. Sin duda alguna, la directiva sobre libertad de comercialización de determinados organismos de inversión colectiva ha constituido uno de los primeros ensayos de liberalización de la Comunidad Europea en materia financiera, lo que la convierte en una directiva ciertamente relevante desde el punto de vista legislativo. No obstante lo anterior, desde su entrada en vigor, el 1° de octubre de 1989 (excepto en Grecia y Portugal, que gozan de un régimen transitorio), no se ha traducido en ningún movimiento de instituciones de magnitud considerable.

Esta directiva permite y regula la comercialización de fondos de inversión de un estado miembro en otros estados miembros, sin que las autoridades de estos últimos puedan sujetar a estas instituciones a ninguna disposición que se refiera a materias reguladas en la propia directiva. Basta contar con la autorización del estado miembro donde se encuentre la sede del OICVM (organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios)

para poder iniciar su comercialización en otros estados miembros, ya que dicha autorización resulta válida para toda la CE.

Ahora bien, en absoluto puede afirmarse que el objetivo que persigue esta directiva se haya alcanzado; esto es, no se está produciendo, salvo a muy pequeña escala, una venta transeuropea de instituciones de inversión colectiva. Las diversas reglamentaciones que subsisten en cada país y la falta de una armonización fiscal explican este hecho. En cualquier caso, la construcción de un mercado financiero único no se realiza de "un día para otro", y aunque todavía son pocos los fondos que han comenzado a comercializarse en el extranjero, más de 200 instituciones francesas y 500 británicas han solicitado de sus respectivas autoridades el permiso para "salir al extranjero".

Un análisis comparado, a estos efectos, entre los principales países europeos pone de manifiesto las siguientes peculiaridades (Gil, 1991):

- *Francia* es el país líder, con un patrimonio en SICAV (sociedades de inversión mobiliaria de capital variable) de 235.600 millones de ecus (a 30 de septiembre de 1991), que equivale a la mitad del patrimonio gestionado a través de instituciones de inversión colectiva de toda Europa. Su desarrollo se explica por un favorable tratamiento fiscal de las plusvalías: con la promulgación de la Ley Monory, de 1978, se estableció una franquicia fiscal para las inversiones en capital por más de cuatro años en valores mobiliarios franceses. El éxito alcanzado por los fondos monetarios ha desplazado a las tradicionales cuentas de depósito bancarias.

- *Gran Bretaña* presenta un patrimonio en inversión colectiva de 80.922 millones de ecus. El tratamiento fiscal ha favorecido muchísimo a los fondos de inversión en renta variable, al estar exentos del impuesto sobre plusvalías. Además, los fondos de inversión pueden formar parte de los *personal equity plans* hasta un 50 por 100 del total del plan.

- En *Alemania*, la inversión colectiva ha registrado un enorme crecimiento, que alcanza el 14 por 100 anual en los últimos cuatro años, canalizando el 21 por 100 del ahorro nacional, con un patrimonio de 59.545 millones de ecus. En general, los fondos de mayor éxito son los de renta fija e inmuebles.

- En *Italia*, por su parte, el patrimonio de los fondos de inversión se sitúa en 35.293 millones de ecus; si bien la crisis en el sector durante el período 1987-1989 ha provocado un descenso en la participación de las familias en las carteras de inversión hasta el 3,1 por 100. El peso de los fondos en renta variable es notable, un 29 por 100; así como el de los fondos mixtos, un 43 por 100.

Ejemplos todos ellos que ponen de manifiesto que el tratamiento fiscal favorable de estos produc-

tos, así como sus menores costes de negociación para pequeños inversores respecto a la inversión directa en Bolsa, pueden contribuir al desarrollo de estas formas de inversión desintermediada, que sin duda potenciarán la negociación bursátil.

5. ¿Hacia un mercado único de valores? Proyectos en curso

Cuando se alude al mercado único de valores, se puede caer en la tentación de considerarlo *de facto* como un mercado global. Una interpretación más meditada acerca del nuevo contexto de las bolsas de valores europeas repararía, sin embargo, en dos movimientos existentes en él que, aunque parezcan contradictorios, pueden convivir en una simbiosis estable.

Por una parte, existe un movimiento centrípeto que tiende a configurar un mercado central, y cuya fuerza parte desde distintos ángulos que se tratan más adelante, pero que podríamos resumir en: 1) un entorno europeo caracterizado por la libertad de movimientos de capital; 2) una competencia por parte de mercados globales (órbita de Nueva York, órbita de Tokio y órbita de Londres), y 3) un desarrollo de la informática y las telecomunicaciones que facilita a inversores y empresas el acceso a mercados más allá de sus propias fronteras.

Por otra, se produce un simultáneo movimiento centrífugo que empuja a cada bolsa de valores local a buscar un nicho de mercado específico donde pueda ofrecer un servicio diferenciado, ya sea por la "mercancía" que se negocie o por las "facilidades" que se ofrezcan. Ahora bien, este bastión de mercados locales puede encubrir y favorecer

también la persistencia de regulaciones nacionales restrictivas que impidan un fácil acceso a otros mercados foráneos.

Quizá convenga matizar que los países comunitarios no se dirigen hacia un único mercado, sino a un mercado que pretende integrar, sin destruir, a las bolsas europeas, mediante una armonización de legislaciones encaminada a alcanzar un espacio común y neutral que facilite la competencia, aun con el riesgo, como decía Mark Twain, de que las competencias siempre las gana alguien. Las ventajas de este espacio común para inversores privados e institucionales quedan recogidas en el cuadro núm.5, que muestra los importantes ahorros potenciales que se producirían en los costes de negociación bursátil.

Respecto al modelo de Bolsa europea, se han evaluado distintos proyectos. Uno de éstos ha estado propiciado por la Federación Europea de Bolsas de Valores (Rodríguez de Castro, 1991).

En 1978, la Federación empezó a trabajar en un proyecto que buscaba la cooperación de las distintas bolsas europeas para mejorar los sistemas de información. Las fuertes convulsiones de los mercados de valores en la década de los ochenta malograron este proyecto, denominado IDIS (*Interbourse Data Information System*). Sin embargo, la idea de colaboración no se perdió y se reencarnó con mayor fuerza en el proyecto PIPE (proyecto de precios e información para Europa) rebautizado con el nombre *Euroquote*. Este proyecto se ha configurado como una sociedad anónima, fruto del acuerdo de *joint-venture* firmado el 18 de mayo de 1990, y del que son principales accionistas las bolsas de Londres, París y Madrid, y la Federación de Bolsas Alemanas. Así, en la Asamblea de la Fede-

CUADRO NUM. 5
COMPARACION DE LOS PRECIOS REPRESENTATIVOS DE SERVICIOS DE CORRETAJE EN EL SECTOR VALORES
MOBILIARIOS EN OCHO ESTADOS MIEMBROS DE LA COMUNIDAD (a)
(Comparación, en porcentaje, con la media de los cuatro precios nacionales más bajos)

	Bélgica	Alemania	España	Francia	Italia	Luxemburgo	Holanda	Inglaterra
Inversores privados (acciones)	36	7	65	-13	-3	7	114	123
Inversores privados (obligaciones)	14	90	217	21	-63	27	161	36
Inversores institucionales (acciones)	26	69	153	-5	47	68	26	-47
Inversores institucionales (obligaciones)	284	60	60	57	92	-36	21	n.d.
Media ponderada (b)	52	44	44	23	33	9	18	12

(a) Las cifras muestran en qué medida los precios de los productos financieros se sitúan (en tanto por 100), en cada país, por encima de un nivel mínimo de referencia calculado. Cada una de estas diferencias de precios implica la posibilidad teórica de una reducción de precios desde un nivel actual hasta el mínimo de referencia calculado.

(b) Las cifras muestran la media ponderada de las reducciones potenciales teóricas de precios del sector en su conjunto.

Fuente: "1992: La nueva economía europea", *Economía Europea*, número 33, marzo 1988 (informe Cecchini).

ración celebrada en Copenhague, en mayo de 1990, se dió el respaldo al proyecto con la aprobación de los distintos objetivos de éste, así como con su forma de instrumentación, planteándose además un estudio sobre un mercado al por mayor para inversores institucionales, el *European Wholesale Market* (EWM). Sin embargo, todo apunta a afirmar que este proyecto ha entrado en vía muerta debido a las presiones de las bolsas de Londres y Francfort.

El proyecto Euroquote radicaba, en síntesis, en:

- la captura y difusión centralizada de la información de los principales mercados de valores, precios y cotizaciones, información de empresas y otras noticias relevantes del mercado a través de una red, para la cual se habían fijado, como fechas de puesta en marcha, los últimos meses de 1991,
- una red de comunicaciones y una base de datos común, para la interconexión de las bolsas, de cara a facilitar la posterior implantación de un *routing* de órdenes;
- un sistema de negociación automático ligado a un sistema de liquidación y compensación.

Por otra parte, a iniciativa de la Bolsa de París se está desarrollando el proyecto *Eurolist*, una lista de valores de las 200-300 mayores empresas que se cotizarían simultáneamente en las doce bolsas europeas. El elemento principal de la Eurolista consiste en facilitar la negociación de las mayores empresas europeas por toda Europa, ofreciendo la posibilidad de crear productos derivados sobre índices elaborados a partir de estos valores.

El hecho de que la creación de una décimotercera Bolsa de valores en Europa contribuyera a agudizar el problema de competencia ya existente ha resultado una preocupación lógica desde la perspectiva de un mercado local. Ahora bien, hay que ser conscientes de las nuevas necesidades que plantean inversores y empresas, y que, de otro modo, podrían ser atendidas por cualquiera de los tres núcleos bursátiles internacionales. Por ello, como anunciaba Benjamín Franklin, "o permanecemos juntos o pereceremos por separado". En este sentido, la postura adoptada por las bolsas españolas respecto al proyecto comunitario ha resultado muy acertada aunque otros países hayan bloqueado el proyecto. No culminar un proyecto de estas características podría suponer hacer caso omiso a la realidad. Una realidad que nos muestra que, por ejemplo, en el período de enero a noviembre de 1990, se contrataron en la Bolsa de Londres un volumen de acciones españolas equivalente al 15,3 por 100 del contratado en la Bolsa de Madrid en iguales fechas (Rodríguez de Castro, 1991, pág. 50); y que, incluyendo los datos correspondientes a las bolsas de Nueva York, París, Francfort y Tokio, dicha cifra se eleva hasta el 27,42 por 100. En la medida en que no se produce

un movimiento simétrico, parece claro el drenaje de negocio que se está produciendo en nuestros mercados.

Pero este no es un problema que se circunscriba al caso español. Estimaciones recientes, aparecidas en el *Financial Times* (julio 1991) indican que Londres registra el 20 por 100 de sus ventas totales en acciones holandesas. Una circular publicada al respecto por la Bolsa de Amsterdam reconocía la magnitud del problema, justificándolo por el crecimiento de la competencia tecnológica y por la existencia de una negociación durante 24 horas. La relevancia de la International Stock Exchange (ISE) de Londres queda plasmada en los cuadros núms. 6 y 7. Así, desde 1988 a 1990, la ISE ha pasado de realizar el 80 por 100 de la negociación de acciones extranjeras de la Europa comunitaria, al 92 por 100, con las correspondientes reducciones de la Federación de Bolsas Alemanas (del 12 por 100 al 5 por 100), de la Bolsa de París (del 4 por 100 al 1,5 por 100) y de la Bolsa de Bruselas (del 3 por 100 al 1 por 100), lo que se traduce en una concentración o afluencia del negocio hacia el mercado más líquido (*Euromoney*, 1990, pág. 55).

Quizás el problema crítico se centre en conocer si las bolsas pequeñas, o incluso las de tamaño medio, van a ser capaces de competir con la ISE de Londres en las próximas décadas o si, por ejemplo, un inversor alemán llegará a comprar acciones de Volkswagen a través de Londres en mejores condiciones que en Francfort o Munich, o si FIAT se decantará por cotizar exclusivamente en la Bolsa de Londres. A este respecto, habría que consultar a inversores y empresas para conocer qué demandarían a un mercado de valores. Al logro de este objetivo ha ido encaminado un estudio de la Federación de Bolsas de Valores Europeas, cuyas conclusiones apuntan a que la liquidez será la clave. Además, otros aspectos resultan relevantes a la hora de seleccionar un mercado. En primer lugar, la "visibilidad"; esto es, la posibilidad de conocer no sólo el último precio negociado, sino el precio al que se puede negociar en tiempo real. Qué duda cabe que esta visibilidad condiciona el modelo de organización o funcionamiento del mercado, al requerir un sistema dirigido por precios, o con presencia de creadores de mercado que, al mismo tiempo, refuerzan la liquidez del mismo (en el *London International Equity Market*, el 57 por 100 de la contratación se realiza a través de creadores de mercado, con comisiones prácticamente nulas).

Aunque se tratará este aspecto posteriormente, también hay que dejar ahora constancia de la preocupación de los principales usuarios de las bolsas de valores por la regulación de los mercados. Aquí las opiniones se dividen entre la preferencia por los mercados organizados y por aque-

CUADRO NUM. 6
EMPRESAS COTIZADAS EN LAS PRINCIPALES BOLSAS INTERNACIONALES

Bolsa	Salidas a Bolsa en el 2º trimestre de 1990			Nº total de empresas cotizadas a finales junio 1990		
	Nacionales	Extranjeras	Totales	Nacionales	Extranjeras	Totales
Amsterdam (*)	10	6	16	263	237	500
Londres ISE	36	15	51	2.019	557	2.576
Frankfurt	7	1	8	385	350	735
París	3	4	7	455	229	684
Zurich	5	9	14	181	239	420
NASDAQ	47	1	48	3.962	281	4.243
NYSE	31	1	32	1.661	94	1.755
Tokio	2	0	2	1.612	120	1.732

(*) Estas cifras incluyen empresas que cotizan tanto en los mercados oficiales como en mercados paralelos.

Fuente: *Quality of Markets Quarterly Review*, otoño 1990

llos otros no organizados o desregulados (*over-the-counter*).

Finalmente, y para configurar a grandes rasgos las actuales necesidades de inversores y empresas, en una primera fase, habría que insistir en la necesidad de contar con sistemas eficientes de liquidación y compensación.

III. ASPECTOS CONDICIONANTES DE LA INTEGRACIÓN

La integración de los mercados financieros entronca con las grandes líneas de internacionalización y desregulación de los mercados a la búsqueda de una mayor eficiencia, pero salvaguardando la estabilidad del sistema. Aunque, como sugiere Steinherr (1990, pág. 125), "no es probable que en 1993 exista un mercado financiero totalmente integrado", ya se empiezan a notar algunos de sus efectos. Ello conduce, inevitablemente, a reflexionar sobre las principales implicaciones que abre el nuevo panorama de cara a la integración efectiva.

En lo que sigue, se tratan algunos temas controvertidos y condicionantes del establecimiento efectivo de un mercado común, porque la presión competitiva de los flujos de capital conducirá, *velis nolis*, a una armonización de los distintos mercados domésticos de valores.

1. Regulación/desregulación: el papel de los mercados *over-the-counter*

Una de las características que domina el desarrollo de los mercados de valores en los últimos años es el fenómeno de la desregulación. Esto parece, en principio, chocante, ya que los mercados parecen estar más regulados, como lo prueba la importancia adquirida por los distintos organismos supervisores y normativos de cada país; tal es el caso de la SEC (Securities Exchange Commission) americana, el SIB (Securities Investment Board) británico, el Conseil des Bourses de Valeurs (COB) francés, el CONSOB (Commissione Nazio-

CUADRO NUM. 7
VENTA DE ACCIONES EXTRANJERAS
(millones de dólares)

	1º trimestre 1990	2º trimestre 1990
Amsterdam	43	48
ISE, Londres	39.444	46.912
Frankfurt	1.896	2.835
París	641	876
NASDAQ	4.228	4.679
NYSE	n/d	12.876
Tokio	2.036	3.887

Fuente: *Quality of Markets Quarterly Review*, otoño 1990

nale per le Società e la Borsa) italiano, o la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) española. Pero no se debe olvidar, tal y como afirma Cuervo-Arango (1990, pág. 145), que los sistemas nacionales de regulación y supervisión no fueron creados ni pensados para un mercado de dimensión mundial, lo que origina hoy una fase de revisión de las normas y regulaciones nacionales, en ocasiones dentro el marco de estructuras superiores como la CE.

En muchos casos, el exceso de regulación está impidiendo una rápida adecuación de los mercados a las innovaciones, que cada vez se producen a un ritmo más vertiginoso. Esto genera un trasvase de las operaciones hacia mercados menos regulados, pero más flexibles o más baratos. Es una tendencia clara, pero reversible. Requiere celeridad en la revisión normativa para evitar la pérdida de negocio. En esta línea está trabajando, por ejemplo, la SEC estadounidense para eliminar toda la reglamentación que había levantado las famosas murallas chinas entre actividades y mercados.

El fenómeno de la desregulación financiera avanza y no precisamente por el triunfo de la ideología liberal y anti-intervencionista (Stigler, citado por Torrero, 1989, pág. 162), sino porque el cambio en la realidad económica y las posibilidades informáticas permiten una gestión masiva, y cada vez más compleja, de las transacciones.

La normativa europea no es ajena a este fenómeno, y por ello, aunque insiste en la supervisión de los mercados de valores y de las empresas de inversión, y en el establecimiento de criterios comunes para la protección del inversor, resulta flexible en cuanto a los procedimientos y formas de operar, así como a la caracterización de los nuevos miembros y agentes.

Ahora bien, ¿cuáles son las implicaciones de la desregulación en el mercado único de valores? En principio, se plantea un dilema entre los mercados organizados, o regulados, y los mercados no organizados, o deslocalizados, que comúnmente se denominan *over-the-counter* (OTC), y que se acogen a la fórmula de autorregulación.

Aquí, la pregunta que cabe plantearse es: ¿por qué estamos asistiendo a un fenómeno de desregulación?

En primer lugar, se observa que el fenómeno de la desregulación se ha visto, en gran medida, desencadenado por la competencia de los mercados internacionales menos regulados. Así lo prueba lo ocurrido en los mercados de productos derivados. Si bien desde 1973, con la creación de la primera Bolsa de opciones en Chicago, hasta 1989 la tendencia apuntaba a la creación de mercados organizados en los que se negociaban contratos estandarizados, ahora todo apunta a que en la década de los noventa podemos asistir a un desarrollo vertiginoso de los mercados OTC.

Aunque no existan estimaciones fiables acerca del volumen que se negocia a través de estos mercados, resulta significativo comprobar cómo algunos mercados organizados están luchando por reconducir la demanda hacia nuevos productos regulados. Ese es el caso de MATIF, intentando recuperar el negocio OTC sobre el PIBOR. Otros se han dado por vencidos, como en el caso de LIFFE respecto a los contratos sobre tipos de cambio. También el mercado OTC alemán ha registrado recientemente un crecimiento espectacular debido al gran volumen de deuda emitida por el gobierno para hacer frente a los costes de la reunificación. La razón, una vez más, se centra en que el mercado OTC ha demostrado ser mucho más líquido que LIFFE para los contratos sobre *Bunds* (bono nacional de deuda pública alemana).

En Estados Unidos, el mercado OTC por excelencia es el NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), el tercer mercado mundial y el segundo de Estados Unidos.

Este mercado empezó a operar en 1971, proporcionando una conexión electrónica para informar de ofertas y demandas de acciones que no cotizan en ninguna bolsa. Además, en 1986 estableció un acuerdo con la Bolsa internacional londinense con el objeto de cotizar recíprocamente trescientos títulos de cada mercado.

Pero, si resulta incuestionable el desarrollo de estos mercados OTC, ¿dónde radica su éxito?. En principio, habría que referirse a su mayor capacidad para satisfacer las demandas de empresas e inversores. Por lo que respecta a las empresas, los mercados OTC ofrecen la posibilidad de que pequeñas empresas, que no son capaces de cumplir las estrictas condiciones que se exigen para cotizar en las bolsas oficiales de valores, puedan acceder a financiación desintermediada. Además los costes de estos mercados son sustancialmente inferiores a los de las grandes bolsas de valores. En general, la contratación tiene lugar entre grandes inversores institucionales que negocian paquetes de acciones a comisiones muy bajas y con gran agilidad en la negociación, en la medida en que los intermediarios suelen ser especialistas en estos complejos mercados y presentan fuertes niveles de solvencia. Pero, adicionalmente, los mercados OTC ofrecen una negociación automatizada, con unos sistemas eficientes de compensación y liquidación.

Todo ello debería servir para dibujar el nuevo mercado de valores único de forma que fuera capaz de competir con éxito con los mercados no organizados, adaptándose a las nuevas necesidades de inversores y de empresas.

2. Modelos alternativos de organización: especialización versus universalidad de mercados y miembros

En relación con el nuevo mercado de valores, existen dos debates abiertos en torno a cuál debe ser el modelo de mercado que se implante y qué tipo de intermediarios puedan acceder como miembros a los distintos mercados.

Respecto a la primera cuestión, —la forma que debería adoptar el mercado integrado—, las alternativas pasan por defender alguno de los tres modelos que coexisten en la actualidad.

En primer lugar, nos encontramos con el modelo anglosajón, promovido por Londres, que se basa en la extensión del sistema electrónico SEAQ Internacional mediante la negociación transeuropea de valores con la intervención de intermediarios especializados, que actuarían como *market-makers* para un conjunto de valores, ofertando de forma continua precios de compra y de venta. Este modelo cuenta también con el apoyo condicionado de Irlanda y Holanda. En la actualidad, Londres dispone ya de este sistema, a través del cual realiza la contratación de acciones no británicas (Ortega, 1991, pág. 29).

El modelo alemán, que cuenta con cierto apoyo de Luxemburgo, pretende salvaguardar su sistema actual de grandes operadores (bancos) ya comentado; aunque, los alemanes estarían dispuestos a ceder siempre que el nuevo modelo de Bolsa euro-

pea les permitiera recuperar todo o parte del negocio perdido a favor de otras bolsas.

Finalmente, el modelo francés defiende el mantenimiento del negocio local de cada mercado. España, Italia, Bélgica, Portugal y Grecia apoyan esta idea, ya que tendrían cabida tanto los intermediarios minoristas como los mayoristas. Básicamente, este modelo defiende que se negocien de forma supranacional un conjunto selecto de valores europeos, los que integran la Eurolista, que, de hecho, ya se están negociando en los principales mercados internacionales. Ahora bien, según este modelo, tanto la cotización como la negociación, compensación y liquidación se efectuarían a través de las bolsas nacionales y de sus miembros, lo que evitaría la pérdida de negocio.

Sea cual sea el modelo que finalmente se adopte, el objetivo parece claro: cooperar para evitar la pérdida de negocio bursátil en Europa, que se puede estar produciendo vía migración a otros mercados organizados globales (el oriental —con Japón, Hong-Kong, Australia, Singapur y Nueva Zelanda— y el occidental —con Estados Unidos, Canadá, Méjico y Sudamérica—) y vía mercados *over-the-counter*, dentro y fuera de Europa.

Desde la otra perspectiva inicialmente apuntada, también preocupa el modelo de organización de las instituciones financieras que participan en el mercado de valores. A este respecto, nos encontramos con sistemas que presentan unos intermediarios especializados e independientes, tal es el caso de Japón, Canadá y Estados Unidos (si bien este último país está cambiando hacia otro modelo). Otros —como Alemania, Holanda y Suiza— cuentan con una férrea presencia de la banca en el negocio de valores, con un modelo de banca universal que incluye intermediación en valores y gestión de carteras. Por último, Bélgica, Francia, Italia y España han optado por otorgar a sus bancos una mayor capacidad de actuación en los mercados primarios de capitales y restringir su actuación directa en los mercados secundarios, aunque permitiéndoles acceder de forma indirecta a dicha actividad mediante sociedades de intermediación bursátil, por vía de la participación, total o parcial, en el capital de éstas.

Estos tres sistemas coinciden, no obstante, en proponer intermediarios con un elevado grado de profesionalización, solvencia y medios técnicos.

3. Innovación financiera y teleinformática

El funcionamiento de los mercados financieros ha estado fuertemente condicionado, durante los últimos años, por un continuo esfuerzo innovador, que se ha traducido en nuevos productos, mercados y formas de operar. Por otra parte, el desarrollo de nuevas tecnologías de la información constituye otro elemento renovador que contribuye, al

mismo tiempo, a intensificar la competencia entre los mercados y a facilitar la integración.

A este respecto, los mercados financieros internacionales están avanzando al mismo ritmo que la tecnología de las comunicaciones y la informática. Así, el movimiento hacia la negociación electrónica parece inexorable, ya que proporciona grandes ventajas en términos de rapidez de negociación y transparencia de mercado.

Parece claro que el mercado único de valores debe configurarse como un mercado altamente tecnificado, pues así se facilita la tarea de diversificación, de búsqueda de precios y, por otra parte, se atrae a compradores y emisores a gran escala. Pero no se debe olvidar que la innovación conduce a la competencia, la competencia conduce a la saturación y ésta de nuevo realimenta una mayor innovación.

En la actualidad, los sistemas de contratación electrónica ya se han extendido por todo el mundo. En Europa, desde que en 1986 el Reino Unido adoptó un sistema de cotización y negociación similar al NASDAQ —el SEAQ—, la mayor parte de los países han adoptado sistemas similares. Así, Francia, Bélgica, España e Italia han optado por el CATS, mientras que otros han desarrollado sus propios sistemas.

También los mercados de opciones y futuros parecen inclinarse por sistemas de negociación electrónica. Sistemas que cada vez son más ambiciosos, como el GLOBEX-24 horas, que es el resultado de un acuerdo de *joint-venture* entre la Chicago Mercantile Exchange (CME) y Reuter. A esta red ya se han unido otras bolsas de futuros y opciones, como la francesa MATIF (*Marché à Terme International de France*), a la que, con toda seguridad, seguirán otras muchas. La idea de funcionamiento que impregna este sistema permite que un miembro de la Bolsa MATIF pueda negociar un contrato de la CME, gracias al acuerdo que se haya establecido con un miembro liquidador de la CME para liquidar la operación. GLOBEX puede proporcionar una idea de cómo funcionarán los mercados en el futuro.

Tal vez parezca ciencia ficción, pero algunos analistas (Siegel, 1990, pág. 11) consideran que los mercados de valores del año 2000 estarán caracterizados por: una negociación de activos del mismo tipo por todo el mundo, a través de una red internacional operando 24 horas al día; una regulación prácticamente inexistente, y un papel reducido de los intermediarios, porque el grueso de la negociación se realizará entre los inversores institucionales, que tendrán acceso directo a la red de negociación, con sistemas de compensación y liquidación electrónicos. También pronostican una desaparición de los creadores de mercado, o miembros de primera fila, ya que la liquidez vendrá

dada por un conjunto de negociantes encargados de controlar las diferencias entre posiciones de compra y venta. Por último, los costes se abaratarán enormemente conforme lo hagan las tecnologías de la comunicación y la informática.

4. Competencia y colaboración entre bolsas

Por lo que se ha visto hasta ahora, es probable que el mercado único de valores se dibuje a dos niveles. En un primer nivel existirían un conjunto de valores manejados por los inversores globales en un sistema común de negociación. En un segundo nivel, una red de centros financieros internos dispondrían de los medios suficientes para difundir sus precios y acceder a los precios de otros mercados a escala internacional. En estos mercados locales, los intermediarios e instituciones financieras domésticos jugarían el papel de especialistas de sus respectivos mercados, pero tendrían una posición más flexible y abierta frente a los mercados nacionales. Es ahí donde la tarea de colaboración supranacional resultará especialmente relevante.

Pero, por el momento, es la competencia la característica que se presenta más insistentemente entre los distintos mercados. Muchas bolsas están optando por la búsqueda de alianzas, e incluso por procesos de fusión, para resolver algunos de sus problemas. El fenómeno de las fusiones y adquisiciones se está implantando especialmente en los mercados europeos de productos derivados. Los dos ejemplos más notables a este respecto se tienen en la fusión de LTOM (*London Traded Options Market*) y LIFFE (*London International Financial Futures Exchange*), iniciada en 1990, y la compra de OM Francia por parte de MATIF (*Marché à Terme International de France*). Respecto a la primera, conviene señalar que la competencia que supuso la implantación de OM Londres, en diciembre de 1989, agravó los problemas que LTOM venía atravesando desde el *crack* de 1987. Además, en esta fusión se puso de manifiesto el temor de LIFFE de que el negocio de derivados pudiera desviarse a París o Francfort. Ahora, con la fusión, nacerá LDE (*London Derivatives Exchange*), que se convertirá en el quinto mercado mundial de productos derivados. Por su parte, MATIF, con la toma de participación mayoritaria de su viejo rival OM Francia, ha consolidado su papel de colider en el mercado europeo de futuros.

Un ejemplo adicional, que ilustra el grado de virulencia con que se manifiesta la competencia en estos mercados, lo constituye la ruptura de compromisos de cooperación entre LIFFE y MATIF. Y todo ello por el lanzamiento, por ambas bolsas, de sendos contratos de futuros alternativos sobre el euromarco alemán en mayo de 1989 (posteriormente, el 14 de febrero de 1990, MATIF anunció el lanzamiento de una opción sobre dicho futuro; la

respuesta de LIFFE fue rápida, una hora más tarde comunicó el lanzamiento de un contrato análogo).

Algo similar está ocurriendo con los productos derivados sobre deuda del Estado italiano. Mientras que Italia probablemente no dispondrá durante los próximos meses de un mercado propio de opciones y futuros, LIFFE y MATIF se disputan un mercado sumamente atractivo (recordemos que Italia cuenta con el tercer mercado mundial de deuda pública, tras EE.UU. y Japón). Por su parte, la Bolsa de opciones y futuros alemana DTB (*Deutsche Termin Börse*) está intentando recuperar la contratación de futuros sobre el índice DAX y sobre *Bunds* (bonos del Estado alemán), que en la actualidad se canaliza a través de LIFFE y, con mayor peso, por el mercado OTC alemán.

Es precisamente el ámbito de los índices bursátiles europeos el que se configura como un nuevo frente de batalla. En tanto que la Bolsa de París trabaja en el proyecto *Eurolist*, Amsterdam, Suiza y Londres cuentan ya con productos derivados sobre otros índices europeos. Por ejemplo, Amsterdam y Suiza negocian derivados sobre el índice *Eurotop 100*, pero en distintas monedas (ecus y francos suizos, respectivamente). En Londres ya se negocian futuros, y recientemente opciones (29 de septiembre de 1991) sobre el índice *Eurotrack 100*, cuyos precios se obtienen directamente del SEAQ de Londres, y no del mercado doméstico de los valores que integran el índice.

El problema que se plantea puede resultar grave si pensamos que determinados mercados o áreas de negocio podrían verse absorbidos rápidamente por otros mercados. Como puede comprobarse, competencia o colaboración son dos opciones estratégicas antagonistas que cada Bolsa debe elegir con gran precaución.

IV. ¿HACIA DONDE VAN LOS MERCADOS DE VALORES EUROPEOS?

Como síntesis y conclusión de los epígrafes precedentes, no resta sino examinar las pautas de comportamiento que parecen seguir los principales mercados de valores, y en especial los europeos, ante la integración de las bolsas en un mercado único.

a) *Posible aumento de la propensión al ahorro.* Si bien durante los últimos años las tasas de ahorro han caído en los países más desarrollados, la creación de productos de inversión más atractivos, —tales como fondos de pensiones, seguros, fondos de inversión o gestión de patrimonios—, puede invertir esa tendencia al gasto excesivo. Como ejemplo significativo de esa reducción del ahorro verificada hasta ahora, puede citarse que, en la década de los ochenta, la cifra de ahorro neto bri-

tánica fue del 5,5 por 100 de la renta nacional, justo la mitad que en la década de los sesenta; así como también es paradigmático el ahorro alemán, que ha pasado del 20 por 100 de la renta nacional en los años sesenta al 11,6 por 100 en los ochenta.

b) *Creciente relevancia de la inversión institucional.* La complejidad de los mercados financieros está propiciando que los ahorradores individuales acudan a los mercados a través de formas institucionales de ahorro. En este sentido, el espectacular crecimiento del volumen patrimonial de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión muestra el grado de popularidad que están alcanzando estos productos que, en un primer momento, eran considerados elitistas. Por otra parte, el ahorro en costes de las grandes operaciones y el acceso a mercados restringidos a la inversión al por mayor son dos ventajas de las que pueden disfrutar los ahorradores que participan en alguna forma de inversión institucional.

c) *Mejora de los servicios financieros.* La mayor cultura financiera de los ahorradores los convierte en usuarios más exigentes. La diferenciación se establecerá a través de la calidad, lo que se traducirá en una mejora de los servicios financieros, de forma generalizada, desde una doble perspectiva: productos homogéneos o estandarizados, que permitirán a los ahorradores disponer de un conjunto de facilidades informáticas para la realización de operaciones con total comodidad, y productos diseñados para la cobertura de las necesidades específicas de cada inversor, con el desarrollo de productos sintéticos que permitan ajustarse al perfil de rentabilidad-riesgo de cada ahorrador.

d) *Reforzamiento del proceso de desintermediación.* Se establece a dos niveles: empresas y bancos, como demandantes de fondos, e inversores financieros como oferentes de ahorro.

El fenómeno de *securitization*, o titulación ha avanzado notablemente en Europa, como lo prueba el que el mayor mercado europeo sea el mercado de activos hipotecarios (10.000 millones de libras). En los últimos años, se está reforzando la tendencia a que las instituciones financieras se centren en la estructura de su balance, dando de baja en él activos conforme los "reempaquetan" y venden a los inversores en forma de bonos o activos financieros similares. Con esto, logran sanear sus bajos *ratios* de garantía. Siguiendo esta línea, en Francia se aprobó, en 1988, una Ley de *titrisation* que regula este tipo de emisiones. En Alemania, donde los bancos están fuertemente capitalizados y tienen un cómodo acceso a nuevos capitales, no parece que este fenómeno pueda tener mucho éxito, si bien los costes de la reunificación podrían reavivar el desarrollo del proceso de desintermediación. Bélgica e Irlanda están en vías

de aprobar su legislación sobre movilización de activos.

En España, con la nueva Ley Hipotecaria, y con el recientemente aprobado Real Decreto de reforma del mercado hipotecario, se ha dado un espaldarazo final al proceso de desintermediación financiera.

e) *Internacionalización*, como consecuencia de tres fuerzas simultáneas:

- El desequilibrio en los flujos externos de las principales economías.

- Las regulaciones nacionales, que, por una parte, se flexibilizan en lo que a movimientos de capitales se refiere y, por otro, imponen restricciones en los mercados propios que impulsan a acudir a mercados externos menos regulados.

- El deseo de diversificación de inversores y empresas.

f) *Desregulación.* Una vez garantizadas la seguridad del inversor y del sistema de mercado, las restricciones locales pierden sentido, ya que suponen barreras de entrada y reducción de la liquidez de los mercados.

g) *Tecnología y desarrollo de los mercados OTC.* Con la mejora de los sistemas automáticos de contratación y liquidación, y de las redes de información, se conseguirá un abaratamiento en costes y la implantación global de la nueva forma de operar, más rápida y eficiente.

h) *Las principales áreas de cooperación* entre los distintos mercados de valores serán las relativas a diseminación de precios y negociación, y a centralización de compensación y liquidación.

i) *Las bolsas locales* mantendrán su importancia en tanto que promoverán las nuevas salidas de empresas a Bolsa; y las sociedades internas, por su experiencia y conocimiento de su mercado, seguirán presentando fuertes barreras de entrada.

NOTAS

(1) Recientemente, Rojo (1991, pág. 27) señalaba que "cabe dudar de que la idea del Mercado Interior sea una realidad plena el 1 de enero de 1993: en parte, porque no todas las directivas encaminadas a su formación habrán encontrado una aplicación adecuada para entonces; en parte, y sobre todo, porque las instituciones y estructuras nacionales son demasiado resistentes para que pueda pensarse que no persistirán prácticas y normas administrativas capaces de afectar indirectamente al juego de la competencia".

BIBLIOGRAFIA

- ALIERTA, César (1991), "Expectativas del mercado bursátil", PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 33, pp. 97-108.
- ARCE, Félix (1991), "El mercado matador, un mercado global y autorregulado", PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero* n.º 33, pp. 109-123.
- ARTHUR ANDERSEN (1989), *"European Capital Markets: A Strategic forecast"*, The Economist Publications.
- CAIRES, Bryan de y SIMMONDS, David. (1989), *The GT Guide to World Equity Markets 1989*, Euromoney Publicatons Plc, Londres.
- CAMPOY, Juan A. (1991), "Mercados de pagarés de empresa. Una comparación internacional" *Boletín económico*, Banco de España, mayo, pp. 45-57.
- CNMV (1990), *Informe anual*.
- COMUNIDADES EUROPEAS, COMISIÓN (1989), *Un espacio financiero europeo*, serie Documentación Europea, Luxemburgo.
- CUERVO-ARANGO, Carlos (1989), "La globalización de los mercados", *La banca española de los noventa*, Economistas Libros, pp. 139-157.
- EUROMONEY (1990a), *The quest for Europe's savings*, special supplement (mayo).
- (1990b), "Europe's exchanges take stock", *Euromoney*, diciembre pp. 53-60.
- FINANCIAL TIMES (1991), International Capital Markets, *Financial Times Survey*, 22 julio.
- FUTURES & OPTIONS WORLD (1991), "Eurotop below expectations", *Futures & Options World* julio, n.º 242, p. 11.
- GIL, Elena (1991), "Una dimensión europea para la inversión colectiva: oportunidades o riesgos", *Estrategia Financiera*, septiembre, n.º 64, pp. 54-60.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel (1991), "La fiscalidad del ahorro ante el mercado único europeo", *Economía Pública*, n.º 10, pp. 131-141.
- MALDONADO, Víctor Andrés (1991), "España ante la creación del área financiera europea", *ICE Revista de Economía*, n.º 690, febrero, pp. 11-50.
- MANZANO, Daniel y MATEOS, Belén (1991), "Los principales mercados bursátiles tras el crash de 1987: Comportamiento e interrelación", PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 34., pp. 97-108.
- ORTEGA, Raimundo (1990), "La reforma del mercado de valores", PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 44, pp. 151-163.
- (1991), "La bolsa española: del intervencionismo a la reforma", PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 34, pp. 9-42.
- RODRÍGUEZ DE CASTRO, Gonzalo (1991), "Hacia un mercado común de valores", PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, n.º 34, pp. 97-108.
- RODRÍGUEZ INCIARTE, Juan (1989), "Mercados financieros: globalización de los mercados de capitales", en *La banca española de los noventa*, Economistas Libros, pp. 129-138.
- ROJO, Luis Angel (1991) "La economía europea de los años noventa". *Revista de Occidente*, n.º 122-123, julio-agosto, pp. 25-36.
- SIEGEL, Daniel R. (1990), *Innovation and technology in the markets*. Probus Publishing Company, Chicago, Illinois, EE.UU.
- STEINHERR, Alfred (1990), "La integración de los mercados financieros europeos: cuestiones e implicaciones de regulación", *Moneda y Crédito*, n.º 190, pp. 83-127.
- TERCEIRO, Jaime (1991), "Banca Universal versus banca especializada", *Jornadas Nuevo Lunes-Caja de Madrid*, (no publicado).
- TORRERO, Antonio (1989), *Estudios sobre el sistema financiero*, Espasa Calpe, Biblioteca de economía, Serie estudios.
- VARIOS AUTORES (1991), *Mercados financieros. Evolución y tendencias*, Corporación Financiera Caja de Madrid.

BOLSA DE BILBAO. REALIDAD PRESENTE Y OPORTUNIDADES DE FUTURO

Luis María ARREGUI

INTRODUCCION

El trabajo, que se desarrolla a continuación, tiene por objetivo fundamental presentar las grandes líneas de actuación que la Bolsa de Bilbao viene poniendo en marcha desde la entrada en vigor de la reforma del mercado de valores español, y que, de acuerdo con sus planes, pretende seguir implantando en el futuro.

Para poder entender correctamente estos planteamientos, es preciso conocer y comprender, previamente, la estructura básica del sector de la intermediación bursátil.

Con este objeto, en el primer capítulo del artículo se repasarán los aspectos más relevantes de la Ley del Mercado de Valores, cuyo marco jurídico y legal es de vital trascendencia para el funcionamiento del sistema bursátil español. En un segundo apartado, se analizarán algunas de las características más sobresalientes del mercado doméstico. Posteriormente, se dan a conocer las líneas maestras de la Bolsa de Bilbao, terminando con un epígrafe de resumen y conclusiones.

Antes de iniciar el artículo, quisiéramos señalar que la ausencia de comentarios sobre las tendencias observadas en los mercados bursátiles de otros países, que tanta incidencia tienen en nuestro mercado, se debe a que ya han sido ampliamente expuestas en otros artículos precedentes al que seguidamente se desarrolla.

I. LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

Hacer una revisión, aunque sea muy breve, de algunos de los aspectos más importantes de la Ley 24/1988, de 2^a de julio, del Mercado de Valores (en adelante LMV), así como de sus efectos, es paso obligado en cualquier exposición que pretenda dar una visión global del actual sistema bursátil español.

Hay que tener en cuenta que la LMV ha modificado sustancialmente la estructura del mercado y las instituciones intervinientes en él, ha definido nuevas reglas de juego, y ha "normativizado" un sinnúmero de cuestiones; y todo ello en un plazo de tiempo *record*.

Pensemos en que sólo han transcurrido dos años desde la entrada en vigor de la citada Ley, y que durante este corto período de tiempo todos los participantes, sin excepción, han tenido que adecuarse a la nueva situación.

Veamos, en primer lugar, alguno de los puntos más novedosos de la LMV.

1. Rasgos más significativos de la LMV

a) Se crea un ente, al estilo de la SEC americana o de la SIB inglesa, llamado Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Más adelante se exponen sus funciones más importantes.

b) Se distinguen tres mercados secundarios oficiales: el de las bolsas de valores, el de deuda pública anotada (del Banco de España), y aquellos otros que, en su momento, y con la debida autorización del gobierno, pudieran adquirir tal condición.

c) La Ley reconoce la existencia de cuatro bolsas de valores: las de Bilbao, Madrid, Barcelona y Valencia. Relacionado con esta cuestión es importante destacar que la Comunidad Autónoma del País Vasco (CAPV), a través de su Estatuto de Autonomía, tiene reconocidas algunas competencias en la materia.

d) Desaparece, salvo en casos concretos, la fe pública obligatoria, siendo sustituida por la mediación obligatoria de una entidad miembro del mercado.

e) Se da libertad de acceso a la condición de intermediario financiero, y para que éstos, de acuerdo con la normativa vigente, contraten por cuenta propia.

f) Se prevé la implantación de un Sistema de Interconexión Bursátil integrado a través de una red informática, que será regido por una Sociedad de Bolsas, constituida por las bolsas de valores. Esta previsión ha dejado de serlo como tal, puesto que hoy ya es una realidad, y de hecho supone más del 85 por 100 de la contratación efectiva de renta variable.

g) Se establece la libertad de comisiones a partir del 1 de enero de 1992.

h) Se regulan los principios generales del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

i) Se crea una supervisión especializada con el fin de garantizar la máxima transparencia del mercado, así como su correcto funcionamiento.

j) Las transacciones de valores quedan exentas del impuesto sobre el valor añadido (IVA), haciendo extensible tal exención al impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados (ITPAJD).

k) Se regula, en fin, la normativa de funcionamiento de los mercados primarios y secundarios.

Una simple lectura de la lista anterior ya nos da una primera idea muy clara de la trascendencia y alcance de la LMV. No obstante, al objeto de ofrecer una mejor comprensión de ésta, vamos a detenernos en alguna de las cuestiones señaladas en la citada lista.

2. El nuevo marco institucional

De acuerdo con la LMV, se ha creado un conjunto de entidades, en el sistema, que anteriormente no existían, modificando sustancialmente otras que ya estaban implantadas. En el esquema 1, vemos gráficamente el nuevo marco institucional que se ha configurado tras la entrada en vigor de la LMV.

a) La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

La creación de la CNMV es uno de los cambios más importantes introducidos en el sistema; es una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia, cuyas funciones generales son las siguientes:

- Supervisa e inspecciona el mercado de valores, así como la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan con dicho mercado, ejercitando, en su caso, las competencias sancionadoras que por Ley tiene reconocidas.

- Vela por la transparencia del mercado, por la correcta formación de precios y por la protección de los inversores.

- Asesora al gobierno en temas relacionados con el mercado de valores.

- Propone la autorización de creación de nuevas sociedades y agencias de valores.

- Controla los mercados primarios y secundarios oficiales.

- Regula el funcionamiento del mercado de valores.

b) El Comité Consultivo

El Comité Consultivo de la CNMV está formado por aquellos colectivos que no están representados directamente en el seno de la Comisión; esto es, los miembros de las bolsas, los emisores, los inversores y aquellas comunidades autónomas que tengan competencias en materia bursátil.

Sus funciones principales son las de asesorar a la CNMV en cuantos temas le sean requeridos y, especialmente, en aquellos asuntos que afecten a los colectivos representados por el Comité.

c) Las sociedades rectoras

Cada bolsa de valores está regida y administrada por una sociedad anónima denominada sociedad rectora. Sus accionistas sólo pueden ser aquellas sociedades y agencias de valores que hayan decidido formar parte de dicha bolsa. Las funciones más importantes de las sociedades rectoras, que están recogidas en la LMV, son las siguientes:

- Son las responsables del funcionamiento y supervisión del mercado.

- Organizan los servicios de la bolsa, siendo titulares de los medios necesarios para su correcto funcionamiento.

- No pueden actuar como intermediarios financieros, ni ser miembros de una bolsa de valores.

- Autorizan la admisión de valores a cotización.

- Se encargan de la recepción y difusión de información.

- Se responsabilizan de vigilar las operaciones a crédito.

- Desarrollan funciones consultivas.

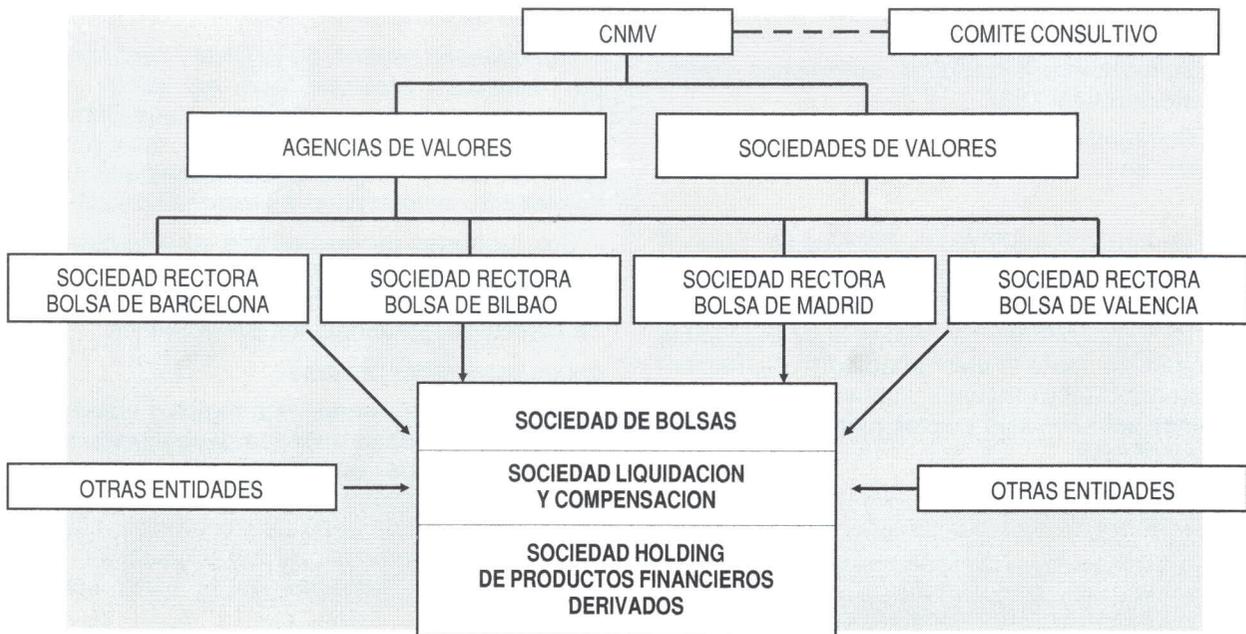
Las bolsas de valores de Bilbao, Madrid, Barcelona y Valencia son, a su vez, propietarias, a partes iguales, de la Sociedad de Bolsas, siendo ésta la responsable de gestionar el Sistema de Interconexión Bursátil, de ámbito estatal.

d) Las sociedades y agencias de valores

Estas entidades financieras surgen como consecuencia de la desaparición de los agentes de cambio y Bolsa. Su forma jurídica es la de sociedad anónima, y pueden ser accionistas de una o varias sociedades rectoras.

Sociedades y agencias se diferencian por las competencias que la Ley les atribuye. Así las agencias no pueden contratar por cuenta propia,

ESQUEMA 1
LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL
MARCO INSTITUCIONAL



dar crédito al mercado, ni asegurar emisiones, funciones que sí pueden ser desempeñadas por una sociedad de valores. El capital mínimo de éstas últimas está establecido en 750 millones de pesetas, totalmente desembolsado, y el de las agencias en 150 millones.

Destacar, por último, que las sociedades y agencias de valores y bolsa (es decir, las que son miembros de una o varias bolsas) son las únicas facultadas para mediar en el mercado, a través de una sociedad rectora.

e) La sociedad de compensación y liquidación

Recientemente ha sido constituida la sociedad anónima promotora del nuevo servicio de compensación y liquidación de valores. En su capital participan, a partes desiguales, las bolsas, las entidades bancarias y las sociedades y agencias de valores.

Su misión fundamental es la de integrar en una sola sociedad los servicios de compensación y liquidación de las cuatro sociedades rectoras, mejorando y haciendo más eficaces los actuales procesos de liquidación.

II. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO INTERNO

La adecuación de cualquier empresa al mercado es condición necesaria, aunque no suficiente, para garantizar el desempeño de su actividad. Las bolsas de valores, como empresas de servicios, no se escapan a este principio o máxima general, y de ahí la importancia de que conozcan y comprendan la realidad del mercado donde compiten.

En este segundo capítulo, se van a describir y analizar algunas de las características más significativas de este mercado.

Comenzaremos con una somera descripción del comportamiento de los mercados primarios y secundarios.

1. Mercados primarios y secundarios

Se puede afirmar que el mercado primario español es un mercado de *renta fija*, tal como puede observarse en el cuadro núm. 1. El 90,05 por 100 de las emisiones y ofertas públicas en pesetas efectivas durante el año 1990 fueron de renta fija. Y, dentro de éstas, más de la mitad, en instrumentos clasificados como de *corto plazo*. Es importan-

te retener este dato, al menos por dos motivos. En primer lugar, pone de manifiesto la teórica capacidad de crecimiento que tendría la renta fija en el caso de que parte de esos volúmenes fuesen al mercado secundario bursátil (crecimiento que luego no se observa en la práctica); en segundo lugar, revela el poco peso que tiene la renta variable en el conjunto de las nuevas emisiones.

Durante 1991, la tendencia manifestada anteriormente no ha cambiado. De hecho, la incertidumbre generada en los mercados financieros tras los sucesos acontecidos en el mes de agosto de 1991 no ha ayudado a variar dicha relación. Las emisiones registradas optan, mayoritariamente, por la renta fija.

La contratación efectiva en el mercado secundario tampoco está teniendo una evolución positiva. El crecimiento fue mínimo, un inapreciable 0,76 por 100, en 1990 respecto del año anterior, y no parece, salvo sorpresas de última hora, que el actual ejercicio bursátil vaya a ser mejor en términos de volumen total negociado.

En todo caso, se podrán dar variaciones en la distribución de lo contratado entre las distintas bolsas de valores españolas (cuadro núm. 2).

Una cuestión básica es conocer el reparto de la contratación total. En el año 1990, los más de cinco billones de pesetas de contratación efectiva se distribuyeron del siguiente modo: Madrid obtuvo una cuota del 81,7 por 100, un 10,7 por 100 Barcelona, Bilbao un 6,0 por 100 y Valencia el restante 1,6 por 100 (cuadro núm. 3).

Como se puede apreciar, Madrid concentra la mayor parte del negocio bursátil español. Esta realidad es similar a la que se está produciendo en otros países más desarrollados en términos bursátiles. Sin embargo, hay que ser prudentes a la hora de extraer conclusiones de estos datos, ya que la concentración no está afectando por igual al resto de las bolsas españolas. De hecho, en el período comprendido entre 1988 y 1990, Bilbao perdió 2,6 puntos porcentuales, Barcelona 5,4 y Valencia 3,4 (cuadro núm. 4).

Con el fin de tener algún punto de referencia sobre la idoneidad de la cuota de mercado conseguida, podemos observar cómo, en el caso de Bilbao, la aportación de la CAPV al PIB del Estado fue, en porcentaje, y para esos mismos años, la siguiente: 1988, 6,02; 1989, 6,01, y 1990, 6,01.

Estas cifras evidencian una cierta similitud entre el peso de la CAPV en el conjunto del Estado, en términos de PIB, y el peso de la Bolsa de Bilbao en el mercado bursátil español.

La concentración no sólo afecta al reparto de contratación entre plazas, sino también al tipo de activo negociado, e incluso al mercado por el que se contratan dichos activos. Fiel reflejo de esta

tendencia es que el 85,5 por 100 de lo contratado en el mercado secundario oficial durante 1990 correspondió a renta variable. Traduciéndolo en positivo, y comparándolo con lo que sucede en otros mercados internacionales, esto supondría, en principio, que la renta fija tendría una gran capacidad de crecimiento en el mercado bursátil español. Sin embargo, en la práctica, hay que ser de nuevo prudentes al hacer este tipo de afirmaciones, ya que el volumen de negociación en renta fija sí que existe, lo que sucede es que se contrata fuera del entorno bursátil. De hecho, actualmente, la renta fija privada mayorista opta para su negociación por el mercado llamado de la AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros), la deuda pública del Estado se contrata a través de la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España. Por tanto, sería sobre todo la negociación de renta fija privada minorista la que, en teoría, podría crecer en volumen dentro de las bolsas de valores. Los cuadros núms. 4 y 5 ayudan a visualizar estos comentarios.

En cuanto al tipo de mercado, podemos apreciar cómo el mercado continuo se ha impuesto frente al mercado tradicional o de viva voz. Casi un 85 por 100 de la renta variable se negoció en 1990 por este mercado, y se espera que en 1991 este porcentaje se quede todavía corto. Además, es el mercado más capitalizado y más líquido (cuadro número 6).

¿Qué consecuencias tiene este comportamiento del mercado para las bolsas? En primer lugar, demuestra la necesidad de que cada sociedad rectora tenga establecida una estrategia muy clara de presencia en el mercado principal. No tenerla podría suponer desaparecer, al menos en las circunstancias actuales. En segundo lugar, esos datos sugieren la necesaria reconversión que tienen que afrontar los *parquets* tradicionales. Es evidente que su actual enfoque ha cumplido una misión histórica, pero no es menos cierto que hoy los *parquets* no están adecuados a las exigencias del mercado.

En cuanto al número de sociedades que están admitidas a cotización oficial, en una primera aproximación, podemos apreciar cómo casi todas las empresas españolas más importantes ya están cotizando en Bolsa.

Sin embargo, si hacemos un análisis más pormenorizado de las empresas listadas veremos cómo todavía hay sectores de peso en la economía española que están aún poco o nada representados en la Bolsa (distribución, telecomunicaciones, servicios...); es decir, todavía existe un elevado número de empresas que potencialmente podría salir a bolsa en busca de una fuente alternativa de financiación (cuadro núm. 7).

**CUADRO NUM. 1
MERCADOS PRIMARIOS
EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS
(Miles de millones)**

	1989		1990	
	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
1. Renta variable	305,00	125,70	212,40	108,80
1.1 Ampliaciones de Capital	131,20	81,70	181,50	103,20
1.2 Ofertas públicas de venta	173,80	44,00	30,90	5,60
2. Renta fija	1.775,30	1.774,30	1.924,60	1.924,80
2.1 A largo	883,30	832,30	967,10	967,30
2.2 A corto	942,00	942,00	957,50	957,50
3. TOTAL (1 + 2)	2.080,30	1.900,00	2.137,00	2.033,60

Fuente: CNMV.

**CUADRO NUM. 2
MERCADO SECUNDARIO
CONTRATACIÓN EFECTIVA
(Millones)**

	1988	1989	1990
Bilbao	317.000	323.200	303.500
Barcelona	592.800	550.500	536.200
Madrid	2.587.200	4.022.200	4.110.700
Valencia	184.000	97.300	81.000
TOTAL	3.681.000	4.993.200	5.031.400

Fuente: CNMV, Bolsa de Bilbao.

**CUADRO NUM. 3
MERCADO SECUNDARIO
CUOTA DE MERCADO
(Porcentaje)**

	1988	1989	1990	Variaciones en p.p. 1988/1990
Bilbao	8,6	6,5	6,0	- 2,6
Barcelona	16,1	11,0	10,7	- 5,4
Madrid	70,3	80,6	81,7	11,4
Valencia	5,0	1,9	1,6	- 3,4

Fuente: Bolsa de Bilbao.

Este hecho se hace aún más evidente en el grupo de las llamadas pequeñas y medianas empresas.

El segundo mercado bursátil, destino final para las PYME que deseen salir a bolsa, carece en la actualidad de actividad bursátil, e incluso nos atrevemos a decir que hasta de sentido. Las condiciones de acceso a dicho mercado no se adecuan al colectivo para el que estaba pensado. Por otro lado, el sistema tributario actual penaliza, más que favorece, la entrada de las medianas empresas en Bolsa, y además existe todavía una insuficiente cultura financiera entre los responsables de las empresas de menor dimensión. La conclusión es obvia: si se desea que las PYME se incorporen a la Bolsa, habrá que crear un nuevo mercado específico para ellas, con unas condiciones de acceso y tributarias adecuadas a su realidad, y fomentar, al mismo tiempo, la formación financiera de sus dirigentes.

2. Mercado de productos derivados

Los mercados de opciones y futuros en España tienen todavía una historia muy reciente. El primero en establecerse fue el de opciones, y lo hacía a

través de la sociedad OM Ibérica. Esto sucedía a finales del año 1989. Por otra parte, el mercado de futuros comenzaba su andadura unos meses después, concretamente en marzo de 1990, teniendo como base de operaciones la plaza financiera barcelonesa.

Como se sabe, en estos momentos, se ha procedido a la integración de ambos mercados en un *holding* denominado MEFF, sociedad de productos derivados que agrupa a la sociedad MEFF Renta fija, situada en Barcelona, donde se contratan opciones y futuros sobre renta fija, y la sociedad MEFF renta variable, ubicada en Madrid para la negociación de opciones y futuros sobre renta variable e índices bursátiles.

Si bien en España son mercados todavía muy jóvenes, su evolución está en clara progresión ascendente (cuadro núm. 8), y todo apunta a que, en un futuro más o menos próximo, su crecimiento será aún mayor, al igual que ha sucedido en los países financieramente más avanzados.

Este crecimiento del mercado de productos derivados afectará seguramente a las Bolsas de Valores.

**CUADRO NUM. 4
MERCADO SECUNDARIO
CONTRATACION EFECTIVA (Millones)
1990**

	BILBAO	BARCELONA	MADRID	VALENCIA	TOTAL
Renta variable	206.814	472.708	3.693.277	70.458	4.453.257
Renta fija	86.642	63.540	417.457	10.602	578.241
TOTAL	303.456	536.248	4.110.734	81.060	5.031.498

Fuente: CNMV, Bolsa de Bilbao.

**CUADRO NUM. 5
CONTRATACION DE RENTA FIJA
MERCADOS ORGANIZADOS**

	Millones	Porcentaje
Mercado bursátil	578.241	3,3
Deuda pública del Estado anotada (*)	16.851.400	96,7

(*) Compraventas simples al contado.

Fuente: CNMV, Banco de España, Bolsa de Bilbao.

De entrada, habrá un desplazamiento de las inversiones hacia estos nuevos mercados emergentes. Este movimiento de fondos hacia los productos derivados podría contraer el volumen de contratación global de las bolsas. Sin embargo cabe esperar que, al estar dichos productos soportados sobre activos negociados en Bolsa (llamados subyacentes), el resultado final sea positivo para el conjunto del mercado bursátil. No obstante, habrá que esperar para ver cómo evolucionan ambos mercados.

3. El boom de las instituciones de inversión colectiva

El cuadro núm. 9 refleja el aumento experimentado en el número de instituciones de inversión colectiva (IIC) existentes en España. Este aumento, ha sido especialmente espectacular en 1991. Como era de esperar, las grandes entidades financieras han desplazado la guerra del pasivo al terreno de los fondos de inversión, y todo parece indicar que esta batalla no ha hecho más que comenzar.

Son varias las razones que justifican el crecimiento tan espectacular de los fondos de inversión:

- La reducción del impuesto sobre sociedades para las IIC, pasando del 13 por 100 al 1 por 100, así como el favorable tratamiento fiscal para los partícipes, notablemente mejorado con la nueva Ley del IRPF.

- La publicidad efectuada por el Estado (con los Fondosresoros).

**CUADRO NUM. 6
CONTRATACION EFECTIVA
1990 (Millones)**

Total renta variable	4.453.257
A través del mercado continuo	3.778.098
Porcentaje mercado continuo	84,8

**CUADRO NUM. 7
MERCADO SECUNDARIO
SOCIEDADES ADMITIDAS
1990**

	RENTA VARIABLE		RENTA FIJA	
	Listadas	Activas	Referencias	Emisores
Bilbao	392	288	735	157
Barcelona	352	323	724	164
Madrid	418	392	942	258
Valencia	245	259	479	104
TOTAL	867	704		

Fuente: CNMV.

- El cambio de estrategia de las entidades bancarias en cuanto a márgenes, seguimiento, fidelización de la clientela, etcétera.

- La sencillez del producto, así como la facilidad para entrar y salir de él, todo ello unido a su alta liquidez.

- La posibilidad, para el inversor particular, de acceder a una cartera diversificada, con mínimo riesgo y coste.

- La seguridad de que los fondos son controlados y supervisados por un organismo como la CNMV.

Todos estos factores han hecho, y harán, que los fondos sigan aumentando en patrimonio y partícipes.

Para la bolsa, no cabe duda de que se entra en una dinámica distinta. El mayor protagonismo de los fondos y de las sociedades gestoras hará que las sociedades rectoras tengan que preparar una

CUADRO NUM. 8
PRODUCTOS DERIVADOS
VOLUMEN MEDIO DIARIO DE CONTRATACIÓN
(en miles de millones)
1990

	MEFF	OM	TOTAL
Enero		1,10	1,10
Febrero		2,00	2,00
Marzo	5,21	2,50	7,71
Abril	5,73	2,50	8,23
Mayo	5,69	3,90	9,59
Junio	9,57	3,60	13,17
Julio	10,64	1,70	12,34
Agosto	9,84	4,00	13,84
Septiembre	12,53	4,30	16,83
Octubre	12,68	8,30	20,98
Noviembre	10,24	6,60	16,84
Diciembre	11,67	6,00	17,67
Enero - 91	11,43	9,10	20,53
Febrero - 91	27,44	19,70	47,14
Marzo - 91	37,77	21,50	59,27

MEFF: Bono Nacional Inicio (16/3/90) y Mibor 90 inicio (22/10/90).

OM: Mibor inicio (18/10/90).

Fuente: MEFF, OM, CNMV.

oferta de servicios que dé cobertura a las necesidades de estas entidades. Su estructura de ingresos también será, posiblemente, distinta. Los fondos hacen operaciones de gran volumen en pesetas, pero tienden a concentrarlos en un número de órdenes reducido, y no hay que olvidar que para las Bolsas, actualmente, es más importante el número de órdenes de compraventa de títulos que el volumen. En definitiva, un nuevo escenario al que habrá que hacer frente con estrategias más creativas y orientadas a satisfacer las exigencias de la inversión colectiva.

4. Las sociedades y agencias de valores

Las sociedades y agencias de valores (en adelante, SV y AV) son nuevas entidades bursátiles surgidas tras la entrada en vigor de la LMV. Tal como decíamos anteriormente, se puede hablar del nacimiento de un nuevo sector empresarial cuya actividad es, y será, clave en el devenir del mercado de valores español.

Para las sociedades rectoras son esenciales, ya que, además de ser sus accionistas exclusivos, y

en consecuencia sus propietarios, son los determinantes de su actividad bursátil. Es decir, son, en términos de mercado, sus clientes directos. Por consiguiente, realizar un análisis de este sector resulta imprescindible para cualquier bolsa de valores.

Comencemos por la dimensión del sector.

Comparando el número de entidades existentes en 1990 con las que había censadas en 1989 (cuadro núm. 10), se puede apreciar un considerable aumento; exactamente, un 39,3 por 100 más. Sin embargo, es interesante observar cómo este incremento ha sido, en su totalidad, en favor de las entidades catalogadas como no miembros de Bolsa, ya que el número de miembros permaneció estable en 1990. Durante el presente año, tampoco se han producido altas en las sociedades rectoras.

Por bolsas (cuadro núm. 11), puede verse cómo Madrid acapara el mayor número de SV y AV. De hecho, de los 57 miembros existentes en 1990, sólo 6 no pertenecían a Madrid. Nuevamente nos encontramos ante un proceso de concentración de los centros de decisión bursátiles en torno a la plaza financiera principal.

Muy importante es ver cómo se reparte el negocio bursátil entre los miembros del mercado.

El cuadro núm. 12 es altamente revelador. Diez entidades en 1990 y durante los seis primeros meses de 1991 tenían una cuota de mercado acumulada cercana al 50 por 100, y unos beneficios acumulados del 77 por 100.

En un sector tan incipiente (1990 fue su primer año completo), es difícil hacer valoraciones. Sin embargo, todo parece indicar que el sector no ha encontrado aún, como es lógico, su dimensión óptima. Por otro lado, ante el sistema de comisiones libres a partir del 1 de enero de 1992, la competencia entre intermediarios financieros será mucho más intensa, propiciando procesos de integración entre entidades.

El número de entidades que se den de baja en el sistema, afectará de manera importante a las

CUADRO NUM. 9
EVOLUCION DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

	Número de instituciones		Volumen de inversiones (Millones)		Número de participantes (Miles)	
	TOTAL	VAR (%)	TOTAL	VAR (%)	TOTAL	VAR (%)
1985	231		308.588		286,2	
1986	211	(8,65)	622.710	101,79	487,4	70,30
1987	270	27,96	728.498	16,98	541,4	11,08
1988	403	49,25	1.057.378	45,14	561,2	3,66
1989	470	16,62	1.174.976	11,12	550,9	(1,84)
1990	550	17,02	1.502.513	27,87	570,0	3,47

Fuente: CNMV.

**CUADRO NUM. 10
SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES**

	31/12/89			31/12/90		
	TOTAL	MIEMBROS	NO MIEMBROS	TOTAL	MIEMBROS	NO MIEMBROS
SV	50	35	15	54	35	19
AV	37	20	17	68	20	48
AI	2	2	0	2	2	0
TOTAL	89	57	32	124	57	67

Fuente: CNMV.

**CUADRO NUM. 11
SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES POR BOLSAS. 31/12/90**

	SOCIEDADES	AGENCIAS	INDIVIDUAL	TOTAL	NO MIEMBROS DE MADRID
Bilbao	7	3	-	10	2
Barcelona	18	10	1	29	4
Madrid	34	16	1	51	-
Valencia	5	2	-	7	-

Fuente: CNMV.

bolsas de valores, por lo que deberán ajustar sus estructuras a la nueva dimensión resultante.

La situación económico-financiera de las SV y AV ha mejorado sustancialmente en 1991. Sin embargo, se sigue apreciando una excesiva concentración de los ingresos por comisiones, partida ésta que en 1992 tenderá a bajar por la presumible guerra de precios que se aproxima. ¿Cómo aguantarán económicamente las SV y AV esta competencia en precios? De momento, la respuesta se desconoce; pero, en cualquier caso, las bolsas deberán estar preparadas para hacer frente a una más que probable reestructuración de sus miembros.

III. ESTRATEGIA DE LA BOLSA DE BILBAO PARA LOS AÑOS NOVENTA

En los apartados anteriores, y sin entrar a analizar las grandes tendencias internacionales ya tratadas en otros artículos, hemos recogido algunas de las cuestiones consideradas clave para el futuro de las bolsas de valores.

**CUADRO NUM. 12
SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES**

	CONCENTRACION	
	Cuota de mercado (Porcentaje)	Beneficios (Porcentaje)
10 Entidades en 1990	48	77
10 entidades en 1991 (6 meses)	47	77

Fuente: Expansión, CNMV.

En el caso de la Bolsa de Bilbao, se ha reflexionado y estudiado, con sumo detalle, todos estos temas, a los que se ha tratado de dar respuesta a través de un planteamiento de futuro cuyas coordenadas básicas presentamos en este capítulo.

1. Bolsa de Bilbao y Bilbao Plaza Financiera: dos proyectos con una misión compartida

A la vista de la situación del mercado y de sus tendencias, la primera pregunta que nos viene a la mente es si tiene sentido, y futuro, desarrollar un proyecto basado en una Bolsa de ámbito regional o local. (Este último concepto —regional o local— es, en realidad, ambiguo, y no nos gusta, ya que, como es conocido, hoy día se puede contratar en y desde cualquier parte del Estado; sin embargo, lo empleamos porque consideramos que puede ser más ilustrativo).

Contrariamente a lo que pueda parecer, y muchos puedan opinar, entendemos que una bolsa como la de Bilbao tiene sentido y futuro, en un contexto tan competitivo, siempre que seamos capaces de trascender del mero concepto de Bolsa como centro de contratación bursátil hacia otro de mayor contenido e implicación económica, e incluso social, como es el de *plaza financiera*.

Definimos una *plaza financiera* como un espacio territorial natural que, en orden a las características de su sistema financiero, su estructura económica y su desarrollo institucional, se diferencia de otros espacios financieros.

De acuerdo con este planteamiento, el proyecto global de Bolsa de Bilbao se ha configurado en torno a dos pilares básicos: la propia Bolsa de valo-

res o Sociedad Rectora y la Sociedad Promotora Bilbao Plaza Financiera.

La Bolsa de Bilbao, en la actualidad, cuenta con diez miembros, de los que ocho son sociedades de valores y Bolsa, y dos agencias de valores y Bolsa. La misión que se ha definido para la Sociedad Rectora es la siguiente:

- contribuir a mejorar el bienestar de los ciudadanos del País Vasco a través de la oferta de un mercado de valores eficiente;
- ser elemento motor de la plaza financiera, y
- estar al servicio de la comunidad financiera vasca.

Por su parte, la Sociedad Promotora Bilbao Plaza Financiera es una sociedad anónima constituida por los mismos miembros de la Bolsa de Bilbao más el Gobierno Vasco.

Su misión, según el plazo temporal, es la siguiente:

- *A corto plazo.* Contribuir al desarrollo y consolidación en el mercado de la Sociedad Rectora de la Bolsa de valores de Bilbao.

- *A medio y largo plazo.* Contribuir al desarrollo de la comunidad financiera del País Vasco mediante la generación de un entorno favorable para la atracción de centros de decisión y el liderazgo de proyectos innovadores de futuro.

Es decir, se puede afirmar que la Bolsa de Bilbao y Bilbao Plaza Financiera son dos grandes proyectos complementarios, con una misión compartida.

2. Líneas estratégicas básicas de la Bolsa de Bilbao

Las líneas básicas de actuación de la Bolsa de Bilbao, muy esquemáticamente, son las siguientes:

- Enfocar la actividad como una empresa de servicios, y no exclusivamente como un centro de contratación.
- Crear una cultura empresarial en toda la organización en torno a este nuevo enfoque.
 - Conseguir mayor presencia en el mercado bursátil principal (mercado continuo).
 - Buscar la diferenciación mediante:
 - la especialización en nichos de mercado no explotados que sean rentables;
 - la innovación de productos financieros;
 - una calidad de servicio garantizada;
 - la atención y proximidad al cliente.

- Facilitar a las sociedades y agencias de valores miembros de la Bolsa de Bilbao el acceso a los nuevos mercados que se vayan creando.

- Realizar la operativa bursátil con la máxima eficacia y eficiencia.

- Consolidar una situación económico-financiera saneada.

Veamos a continuación, con un poco más de detalle, el significado de alguna de estas líneas de actuación.

a) Bolsa de Bilbao como empresa de servicios

Un elemento que consideramos clave es que todas las personas que formen parte de la Bolsa de Bilbao sean capaces de actuar con una auténtica mentalidad de empresa de servicios. Toda la organización debe enfocar su trabajo en torno a este principio general, de modo que el cliente sea el eje principal alrededor del cual gire toda la actividad de la Sociedad Rectora. Esto implicará, sin duda, la creación de una nueva cultura empresarial de servicio.

Siguiendo con este planteamiento, es objetivo de la Sociedad Rectora crear una "Bolsa a la medida" de sus clientes —esto es, de sus miembros—, de modo que éstos puedan contar con una oferta de servicios personalizados, además de disponer de la oferta básica común a cualquier otra Bolsa.

Dotar de mayor transparencia al mercado, lograr mayor rapidez de acceso a él, conseguir la igualdad de oportunidades para todos los miembros y reducir el coste al mínimo será la base necesaria para crear un mercado eficiente y de calidad que garantice el mantenimiento y fidelidad de la clientela.

b) Mayor presencia en el mercado continuo

Tal como se ha comentado anteriormente, el mercado de renta variable más importante es el continuo. Es, por tanto, un objetivo básico de la Bolsa de Bilbao tratar de incrementar su volumen de contratación y la cuota de mercado en el mismo.

Las áreas de actuación preferente sobre las que se está trabajando para conseguir el citado objetivo son las siguientes:

- lograr una mayor participación de los actuales miembros de la Bolsa de Bilbao;
- captar nuevos miembros de Bolsa;
- promocionar el mercado en su conjunto;
- buscar permanentemente la máxima calidad y eficacia en las operaciones;
- minimizar el coste por operación.

c) *Búsqueda de la diferenciación*

Estratégicamente, es fundamental buscar la diferenciación respecto del resto de las bolsas. En este sentido, la especialización es una de las vías que la Bolsa de Bilbao va a intentar desarrollar y explotar.

En estos momentos, hay dos caminos ya iniciados. Uno es la creación de un mercado de deuda pública vasca, y otro es la puesta en marcha de un mercado bursátil de ámbito estatal para las pequeñas y medianas empresas.

El mercado de deuda pública vasca trata de dar respuesta a las necesidades de financiación de las instituciones públicas: gobierno, diputaciones y ayuntamientos. No se excluye la posibilidad de que en el futuro se incorpore otro tipo de deuda. Con este mercado, también se pretende proporcionar un entorno más favorable para atraer inversiones directas a la Bolsa de Bilbao.

Con este fin, la Sociedad Rectora ha puesto en marcha el llamado Servicio de Anotaciones en Cuenta, comercialmente llamado SAC. Este nuevo servicio, operativo desde el pasado 1 de julio de 1991, es un departamento exclusivo de la Bolsa de Bilbao encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de valores de renta fija (transformados en anotaciones) introducidos en el sistema. En la actualidad, en este sistema están incorporadas todas las emisiones de Euskobonos, (deuda pública del Gobierno Vasco) con un saldo vivo superior a los 100.000 millones de pesetas.

En cuanto al mercado para PYME, la Bolsa de Bilbao, en colaboración con la Sociedad Promotora Bilbao Plaza Financiera y el Gobierno Vasco, está a punto de finalizar un estudio sobre las bases y condiciones necesarias para crear un mercado bursátil de ámbito específico para ese colectivo empresarial.

Su implantación efectiva supondría, además del consiguiente aumento de actividad bursátil para la Bolsa, lo siguiente:

- ofrecer un mercado atractivo, hoy inexistente, a las PYME;
- proporcionar nuevas oportunidades de inversión a los ahorradores;
- retener capital en el País Vasco, y canalizarlo hacia sectores de crecimiento y de futuro;
- fomentar especialistas en la plaza;
- proveer un punto focal para la comunidad financiera vasca.

d) *Acceso a nuevos mercados*

En la actualidad, hay dos nuevos mercados importantes de ámbito estatal: el de renta fija bursátil, contratada a través de un sistema electrónico, y el de opciones y futuros.

En ambos casos, la Bolsa de Bilbao está poniendo todos los medios a su alcance para garantizar que sus diez miembros accedan a dichos mercados en igualdad de condiciones a los restantes miembros del Estado.

3. Bilbao Plaza Financiera: un proyecto que está en marcha

Más importante aún que tener una bolsa consolidada es crear una plaza financiera competitiva que albergue a la propia comunidad financiera. Y esto es así porque una plaza financiera, a largo plazo, genera más valor añadido que una plaza exclusivamente bursátil:

- crea riqueza y empleo;
- ayuda a mantener los centros de decisión en la Comunidad;
- favorece el desarrollo de empresas locales;
- ayuda a canalizar el ahorro hacia inversiones productivas;
- crea una imagen positiva de la plaza;
- proporciona profesionales cualificados;
- abre nuevas posibilidades de desarrollo.

Es importante también conocer cuáles son las condiciones que favorecen el desarrollo de una plaza financiera. Ultimamente, se ha venido hablando de esto, y lo cierto es que es difícil encontrar posiciones unánimes.

En nuestra opinión, las condiciones que deben existir para que una plaza financiera pueda ser considerada como tal son las siguientes:

- la existencia de instituciones públicas con poder de decisión local;
- un tejido empresarial amplio y en fase de crecimiento;
- disponer de un sistema financiero desarrollado y diferenciado;
- contar con centros de formación empresarial;
- tener unos servicios públicos, financieros y comerciales desarrollados y de calidad;
- disponer de la suficiente dotación de infraestructuras y comunicaciones;
- tradición financiera;
- existencia de una entidad líder.

Todos estos elementos, en nuestra opinión, ayudan a crear una plaza financiera. Si esta lista la

trasladamos a la comunidad financiera del País Vasco, veremos cómo algunos de los factores señalados en ella o ya se dan o ya se disponen, mientras que otros todavía son inexistentes.

En estos momentos, las prioridades de la Sociedad Promotora Bilbao Plaza Financiera están enfocadas, precisamente, a promover, dentro de su ámbito de competencias, todas aquellas actividades que ayudan a crear ese contexto necesario para la consolidación de la plaza.

Estas prioridades se han traducido en proyectos concretos de distinto alcance, cuya descripción sería motivo de otro trabajo específico, pero que, aunque sólo sea para conocimiento general, enunciaremos a continuación:

Proyectos de apoyo a la Bolsa de Bilbao

- Estudio de creación de un mercado específico para las PYME.
- Creación y puesta en marcha del SAC.
- Estudio sobre mejora de sistemas.
- Constitución de una agencia de valores para desarrollar la función de depositaria.
- Promoción de mercado.

Otros proyectos

- Creación de una Asociación Europea de Plazas Financieras Regionales.
- Puesta en marcha de una oficina de ingeniería fiscal y financiera.
- Formación permanente.

Todos estos proyectos no están en igual fase de desarrollo. Algunos ya se han terminado, mientras que otros han iniciado su andadura recientemente.

Queremos terminar este apartado señalando que lo verdaderamente importante es que el proyecto, en su conjunto, se ha puesto en marcha. Todas las instituciones están volcadas en él, y existe una auténtica voluntad de sacarlo adelante. La tarea no es fácil, más bien al contrario. Hace falta mucho esfuerzo, trabajo e imaginación para poder consolidar Bilbao como plaza financiera, pero estamos convencidos de que entre todos lo conseguiremos.

IV. RESUMEN Y CONCLUSIONES

A continuación, se resumen las conclusiones que se pueden extraer de los apartados comentados anteriormente.

- La reforma del mercado de valores español ha sido muy profunda, afectando a todas las estructuras e instituciones anteriormente establecidas.

- Se ha hecho en un plazo de tiempo muy corto, imprimiendo un ritmo de cambio difícilmente llevadero para la mayor parte de los intervinientes en el mercado.

- Ha supuesto o provocado una modificación sustancial de las estrategias clave del mercado, como por ejemplo las relacionadas con la segmentación, el producto, los precios o la distribución.

- Ha configurado un nuevo sector, el de los intermediarios bursátiles, más reducido, concentrado y especializado que el que formaban los antiguos agentes de cambio y Bolsa. El comportamiento futuro de este sector, compuesto por las sociedades y agencias de valores, condicionará el desarrollo del mercado de valores español.

- Los cambios técnicos promovidos por la Ley —contratación asistida por ordenador, canalización de órdenes, o difusión de información en tiempo real, entre otros—, han significado un salto cualitativo sin precedentes, altamente positivo en su conjunto, pero muy costoso para el sistema.

- En lo que respecta a las bolsas de valores, su papel ha quedado reducido, en términos generales, a un mero organizador del mercado, limitando, de manera importante, su campo de actuación.

- El mercado primario es fundamentalmente de renta fija, mientras que el mercado secundario es de renta variable. Estos datos hacen suponer que la renta fija tiene todavía una gran capacidad de crecimiento en el mercado de valores español.

- El mercado principal de renta variable es el continuo, y seguirá siéndolo, en detrimento del mercado tradicional.

- Los centros de decisión están localizados sobre todo en Madrid, que es la plaza donde se realiza más del 80 por 100 de la contratación bursátil.

- De las tres plazas bursátiles restantes, se observa como Barcelona es la que más peso relativo está perdiendo.

- Casi todas las empresas importantes ya están cotizando en bolsa, pero aún queda un amplio colectivo de medianas empresas que, en condiciones adecuadas, podrían encontrar en la bolsa una fuente de financiación.

- El mercado de productos derivados está todavía poco desarrollado. Sin embargo, su crecimiento está asegurado.

- El mercado español, al igual que ha sucedido en los mercados más representativos, se está ins-

titucionalizando. Las bolsas de valores deberán adecuarse necesariamente a esta nueva situación.

- El sector de la intermediación bursátil aún no ha encontrado su dimensión óptima. En el corto plazo, asistiremos a una reestructuración del sector.

- El negocio bursátil, en términos de contratación y de beneficios, está muy concentrado en pocas sociedades y agencias de valores.

- Las cuentas de resultados de las sociedades y agencias de valores dependen en exceso de las comisiones por intermediación. Ante la liberalización de éstas últimas, se prevé que algunos intermediarios bursátiles tengan problemas para subsistir.

Todas las ideas aquí reflejadas, sin excepción, son de gran importancia para las bolsas de valores, y necesitarán, por parte de estas últimas, de una adecuada respuesta.

« BARCELONA CENTRO FINANCIERO EUROPEO »(*)

No solamente en España, sino también en buena parte de los países europeos, existe en estos momentos una gran preocupación y una gran actividad en muchas ciudades sobre su situación y su futuro como plazas o como centros financieros. Un estudio, encargado por el Ayuntamiento de Barcelona, reveló algo en parte conocido, y era que Barcelona estaba en un proceso de progresiva pérdida de peso como centro financiero. Y quizá uno de los elementos más reveladores de esa pérdida era la Bolsa de Valores. Todo el proceso de reforma de las bolsas de valores, en el caso concreto de Barcelona y también de otras plazas, ha significado un desvío de su potencialidad hacia Madrid.

El estudio reflejaba también que era necesario recuperar la importancia financiera que le corresponde a la ciudad; que la tiene en otros campos —en la actividad económica, en la de los servicios, en la industria, en el comercio, en el turismo— y, sin embargo, en la actividad financiera está por debajo de lo que correspondería a su dimensión medida por el producto interior bruto.

Por consiguiente, se vio la necesidad de crear algún tipo de órgano que sensibilizase a la opinión pública, sobre todo al sector económico de Barcelona, y pudiese aglutinar, coordinar y complementar los esfuerzos dirigidos a que Barcelona recuperase el protagonismo financiero.

En primer lugar, el Ayuntamiento y la Generalidad de Cataluña, como entidades promotoras del proyecto de creación de una Asociación, se reunieron con un grupo de entidades financieras locales; al que posteriormente se incorporaron empresas e instituciones tales como la Cámara de Comercio, el Colegio de Economistas, el Instituto de Analistas de Inversiones, el Círculo de Economía, la Universidad de Barcelona, las bolsas, Me-

fra, etc., y se vio que había una coincidencia mayoritaria en que la creación de una Asociación podría ser útil para potenciar la ciudad como centro financiero.

Así, en un proceso que ha durado aproximadamente un año y medio, se constituyó la Asociación. Esta, inicialmente, parte con cincuenta socios fundadores; estos socios fundadores han aportado cada uno de ellos un millón de pesetas, salvo el Ayuntamiento y la Generalidad, que han aportado diez millones de pesetas como capital de arranque de la Asociación.

¿Cuáles son los rasgos fundamentales de esta asociación? En primer lugar, conviene decir que no es una asociación de financieros para financieros, sino que es una asociación que aglutina a toda la sociedad económica que está en Cataluña —no ya catalana, sino que está en Cataluña—, y que de estos cincuenta socios fundadores iniciales están representados tres grandes bloques:

- Los intermediarios financieros; es decir, los bancos; las cajas, tanto locales como de ámbito nacional; las compañías de seguros; las entidades de previsión; las agencias de valores, y otro tipo de intermediarios financieros. Este sería el gran bloque de los intermediarios financieros; hay unas veinte instituciones fundadoras.

- Hay un segundo grupo en importancia, que es el de los usuarios financieros, representados por las empresas. Ahí hay diecisiete empresas: locales, de ámbito estatal, extranjeras, nacionales, familiares, cotizadas y no cotizadas; es decir, hay un amplio muestrario del sector empresarial como usuario importantísimo de la actividad financiera.

- En tercer lugar, hay lo que podríamos llamar el sector institucional: instituciones públicas, como el Ayuntamiento y la Generalidad; instituciones privadas; instituciones que aglutinan al mundo económico, como son el Colegio de Economistas, el Instituto de Analistas, el Círculo de Economía; el

(*) Esta nota es una síntesis de la intervención de Saturnino Anfosso en el Seminario sobre el Sistema Financiero Vasco, celebrado en San Sebastián, septiembre de 1991, en los X Cursos de Verano de la Universidad del País Vasco.

mundo de la formación empresarial: la Universidad, la Facultad de Ciencias Económicas, y el Instituto de Estudios Financieros, que es de reciente creación para la alta formación de la actividad financiera, promovido en su momento por la Generalidad y diez entidades financieras.

De este grupo de socios fundadores, veinticinco forman la primera Junta Directiva. Por lo tanto, no es una asociación de financieros, sino que es un organismo en el que está todo el sector económico, el cual, como usuario, intermediario o estado de opinión colectiva, puede aportar su colaboración a la Asociación.

Una segunda característica viene dada porque si bien la Bolsa es una institución que hay que trabajar a fondo para potenciarla, dentro de la Asociación es una actividad más, pero no la actividad fundamental. La Vicepresidencia de la Asociación es desempeñada por el Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Barcelona, aunque no sea una asociación básicamente bursátil. Es una asociación que va a dar mucha importancia a la Bolsa, pero, sobre todo, a muchísimos otros temas.

Entre éstos destacan el proyecto de conseguir que el Sistema de Bancos Centrales Europeos, normalmente denominado EUROFED, se instale en Barcelona. Esto, evidentemente, tendría una gran trascendencia para potenciar la plaza; tendría unas sinergias de puestos de trabajo; de presencia de todos los bancos centrales europeos; de comunicaciones, etc. También está la Asociación estudiando poner en marcha una sociedad de *rating*, que permitiría potenciar todos los mercados de renta fija y los mercados de pagarés de empresas, e intentar o ayudar a que se monte en Barcelona una Delegación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Estos son ejemplos que muestran que la Asociación va a tener un enfoque bursátil, pero también un enfoque mucho más abierto para potenciar la plaza financiera de Barcelona.

La tercera característica sería que la Asociación parte de la filosofía de mirar hacia Europa. En la

Europa del 93, hay libertad de capitales, mercancías, movimiento de personas y servicios financieros. La Asociación orienta el futuro de Barcelona como plaza financiera mirando a Europa, pensando en este mercado de 320 millones de personas y, sobre todo, en lo que podría ser el Arco Mediterráneo, en donde la proximidad física y simpatía en la zona, puede hacer que Barcelona sea la ciudad del Sur, o la ciudad mediterránea por excelencia.

En ese sentido, la tradicional rivalidad que siempre ha existido con otras plazas bursátiles, y no digamos con Madrid, es un tema que, aunque muy a corto plazo siga vivo, está condenado a formar parte de la historia. Los problemas que hoy se encuentran aquí, y que quizá no tenga Madrid, se los va a encontrar esta última dentro de dos, tres o cuatro años. La cuestión es que se ha salido del mercado español y se tiene que pensar en el mercado europeo.

Hace unos meses, la compañía Volvo dejó de cotizar en la Bolsa de Estocolmo y optó por cotizar exclusivamente en la Bolsa de Londres. Es decir, la globalización la impone el mercado y si se quiere desarrollar las plazas financieras de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, no será en la competencia entre ellas donde esté la solución de futuro; la solución de futuro se encuentra mirando hacia Europa, y por eso la Asociación se llama "Barcelona Centro Financiero Europeo", porque deben romperse las puertas interiores y mirar al exterior.

En fin, los objetivos de la Asociación son, de forma muy esquemática: sensibilizar a la sociedad económica catalana de esta pérdida progresiva de peso financiero de la ciudad, y crear un clima de superación de esta situación mediante la cooperación de todas las partes implicadas, directa o indirectamente —de ahí la fuerza de una amplia representación en la Asociación—, para desarrollar proyectos que potencien y den vida financiera a la ciudad.

MESA REDONDA EL PAPEL DE LAS BOLSAS DE VALORES

Asistentes:

Saturnino Anfosso, Secretario General de la Asociación Barcelona Centro Financiero Europeo.

Alfonso Batalla, Vicepresidente de la Bolsa de Bilbao.

Pedro Viñolas, Director del Servicio de Estudios de la Bolsa de Barcelona.

Javier Díez Caballero, Director de BBV Interactivos.

Idoia Basterrechea, Directora de Gestión de NORBOLSA, S.V.B.

Luis M^º Arregui, Gerente de Bilbao Plaza Financiera.

El objetivo de la mesa redonda es analizar el papel de las bolsas de valores de ámbito reducido y evaluar la alternativa de plaza financiera como solución específica para algunas de ellas. Ante el proceso de transformación del entorno bursátil, dominado por la apertura de los mercados europeos, la creciente competencia internacional y la libre circulación de capitales, cabe cuestionarse, en efecto, el sentido de mercados de valores de ámbito más reducido.

Ante la gran preocupación existente no solamente en España, sino también en buena parte de los países europeos, sobre la toma de posición y futuro de esas bolsas como plazas o como centros financieros, el Ayuntamiento barcelonés encargó un estudio sobre la situación de la plaza financiera de Barcelona y sobre la recuperación de la importancia financiera de la ciudad.

A raíz de ese estudio, se vió la necesidad de crear algún tipo de órgano que sensibilizase a la opinión pública, sobre todo al sector económico catalán, y que pudiese aglutinar, coordinar y complementar los esfuerzos dirigidos a que Barcelona recuperase su protagonismo financiero.

Los rasgos fundamentales de la Asociación Barcelona Centro Financiero Europeo, que surge con esos objetivos, son los de:

- Estar integrada por el conjunto de representantes de todo el sector financiero, tanto los in-

termediarios financieros como los usuarios o grupo de empresas, y el sector institucional.

- No ser una asociación exclusivamente bursátil.
- Mirar hacia Europa.

En la Comunidad Autónoma del País Vasco, la sociedad Bilbao Plaza Financiera, como tal, es heredera de la antigua sociedad que promovió la Bolsa de Bilbao. Nace bajo la conveniencia de separar los objetivos de los que era estrictamente la Bolsa de lo que debía de ser una entidad destinada a promocionar temas de Bolsa.

En el marco de reforma dibujado por la Ley del Mercado de Valores, se reduce el protagonismo de las propias bolsas, que pierden autofinanciación, convirtiéndolas en sociedades anónimas propiedad de sus miembros y reduciendo sus competencias.

Desde esta perspectiva, las mejoras del mercado deberían de realizarse en tres frentes: por un lado, la modernización de los sistemas informáticos, que garantizaría la liquidez de los títulos y la transparencia del mercado (mercado continuo); en segundo lugar, el desarrollo del mercado tradicional, haciendo que el proceso administrativo sea ágil, se facilite la información en tiempo real y se modernice el mercado. La incorporación de nuevos instrumentos al mercado debería de ser el tercer frente de batalla para la mejora de los mercados de valores. Se trataría, en definitiva, de la agilización del mercado existente, de crear nuevos

mercados autóctonos y de la participación en los grandes mercados.

Respecto a las grandes tendencias que están siguiendo las bolsas de valores en general, es preciso señalar la dualidad existente entre la globalización y la centralización de los mercados. Coexisten la tendencia de crear un mercado realmente global con la de la centralización en una bolsa de cabecera.

La desregulación es el segundo eje sobre el que se mueve la evolución actual de las bolsas de valores, entendida como cambio de la filosofía que rige el funcionamiento de las nuevas instituciones mediante una acentuación del principio de economía de mercado.

A todo ello hay que añadir la aparición de nuevos mercados, que están "comiendo" cuota a los mercados tradicionales y que suponen una amenaza *de facto* para éstos, al canalizarse parte del negocio tradicional hacia los nuevos.

Estos nuevos mercados son, además, cada vez más sofisticados, y ofrecen la posibilidad de contratar nuevos productos, con mayores dosis de complejidad para el acceso, la gestión e información de los mismos.

Ante esta situación, las líneas estratégicas futuras de los mercados pasan por no perder el acceso a los mercados globales, entendiendo como acceso la integración en escenarios supranacionales, el español en primera instancia, y los escenarios europeos a continuación, a la vez que por la especialización y creación de nuevos mercados y el desarrollo de la capacidad de servicio a sus miembros. En esta filosofía de servicio radica el apoyo para los miembros por parte del mercado.

A su vez, se están produciendo importantes cambios en la operatoria. Así surge la contratación por ordenador, el horario ampliado, la mayor interrelación con el entorno mundial y la globalización de los mercados, con un incremento importante de la competencia. Siendo precisa en nuestro caso, además, la introducción de una reforma fiscal que haga más atractivo el mercado secundario, defendiendo a su vez la transparencia fiscal.

NORBOLSA,S.V.B. como sociedad de apoyo para Bilbao Plaza Financiera, en pro del mantenimiento de la importancia del País Vasco, juega un papel relevante no sólo a nivel español, sino a nivel internacional.

Uno de los problemas fundamentales de una sociedad de valores y bolsa, es el de conseguir una dimensión suficiente que le permita su supervivencia. La existencia de una gran variedad de mercados, así como su deslocalización, son dos factores adicionales a tener en cuenta en la problemática de las sociedades de valores y bolsa.

En general, y con referencia a las bolsas de valores, va a ser necesario intensificar la capacidad de servicio hacia sus miembros, ya que muchos clientes precisan de una presencia física próxima al cliente.

Es preciso, además, ofrecer incentivos para la inversión de las propias instituciones domésticas en los diversos mercados y facilitarles una globalidad de servicios (análisis financiero, contratación, depositaría, negocios paralelos).

A escala europea, puede suponerse que la liberalización del mercado ya se ha producido, por lo que el previsible impacto de la entrada en vigor del Acta Unica europea puede ser escaso.

III. AHORRO Y FISCALIDAD

AHORRO Y COMPORTAMIENTO FINANCIERO EN EL PAIS VASCO(*)

Francisco ALVIRA MARTIN

I. EL NUMERO DE AHORRADORES

Delimitar exactamente qué es el ahorro, el consumo y la inversión resulta relativamente sencillo dentro de un esquema conceptual abstracto. Resulta mucho más difícil cuando se trata de recoger información individual del consumidor, puesto que éste tiene sus propias ideas, vagas o precisas, sobre qué es el ahorro, el consumo, etc., que no coinciden con las existentes en los manuales o con la definición de esas macromagnitudes económicas.

Por ello, los datos sobre número de ahorradores en la Comunidad Autónoma del País Vasco (en adelante, CAPV) tienen que ser inscritos dentro de este contexto de interpretación subjetiva.

Se trata de información recogida en encuestas con muestras representativas de los habitantes de la CAPV, con las limitaciones propias de la técnica empleada. Las preguntas utilizadas para recabar información sobre el ahorro son las siguientes:

1. *En el momento actual, y en relación con sus ingresos y gastos mensuales, ¿le importaría decirme cuál de las siguientes frases describe mejor la situación económica de su casa?*
 - Vivo gracias al dinero que me prestan.
 - Estoy gastando mis ahorros para seguir viviendo.
 - Gasto justo lo que gano.
 - Ahorro algo.
 - Ahorro bastante.
2. *En los próximos 12 meses, ¿cree Vd. que va a poder ahorrar?*
3. *¿Ahorró Vd. algo de dinero el año pasado?*

Las respuestas a la primera pregunta proporcionan los datos básicos para formular el índice de situación financiera (deuda, equilibrio o ahorro); la segunda trata de medir las expectativas de ahorro en el año en curso, y la tercera, el ahorro realizado en el año anterior a la encuesta.

De estas preguntas debe deducirse que:

- El término ahorro queda abierto a la interpretación que le dé el entrevistado.
- La experiencia de otras encuestas sobre el tema específico de ahorro y consumo permite presumir que se trata, ante todo, de ahorro financiero (ahorro líquido).

En el cuadro núm. 1 se resume la información sobre las tres preguntas: situación actual, ahorro en el pasado y expectativas de ahorro en 1984 y 1991 (julio en ambos años), expresando el porcentaje de ahorradores en cada pregunta para el total de entrevistados y distintos segmentos poblacionales.

La tendencia es bastante clara: *disminución del número de ahorradores*:

	1984	1991
Ahorro año anterior	49%	39%
Ahorro actual	37%	37%
Ahorro en el futuro	35%	33%

En 1984, un 49 por 100 de los entrevistados había ahorrado en el año anterior, pero sólo el 37 por 100 estaban en el momento de la realización de la encuesta ahorrando (julio) y sólo un 35 por 100 esperaba poder ahorrar a lo largo del año.

En 1991, se repite la pauta, pero con porcentajes menores. Así un 39 por 100 (diez puntos menos que en 1984) ahorró el año anterior, sólo un 31 por 100 estaba en situación de ahorro en julio y sólo un 33 por 100 esperaba ahorrar a lo largo del año.

La tendencia es, por tanto, muy clara, y apunta a *una reducción del número de ahorradores*.

Por territorios históricos, los tres indicadores utilizados muestran situaciones distintas. Así, en lo que respecta al *porcentaje de ahorradores* en 1983 y 1990 (ahorro del año anterior), disminuye en las tres provincias, pero el descenso es muy

GRAFICO 1
EVOLUCION DEL AHORRO EN EL PAIS VASCO
 (Según territorios históricos) Julio 1984-Julio 1991

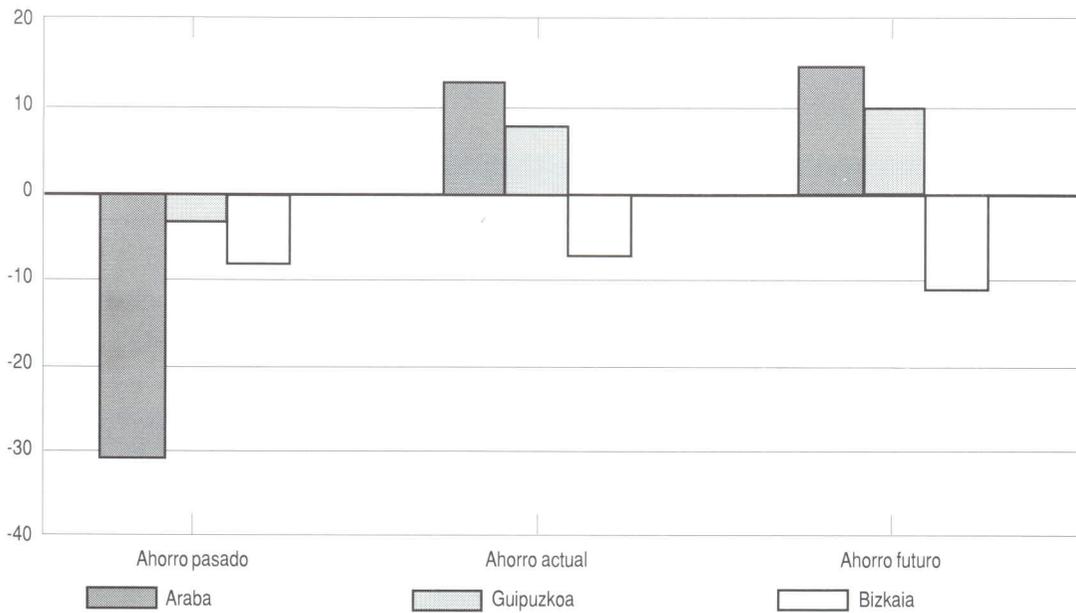
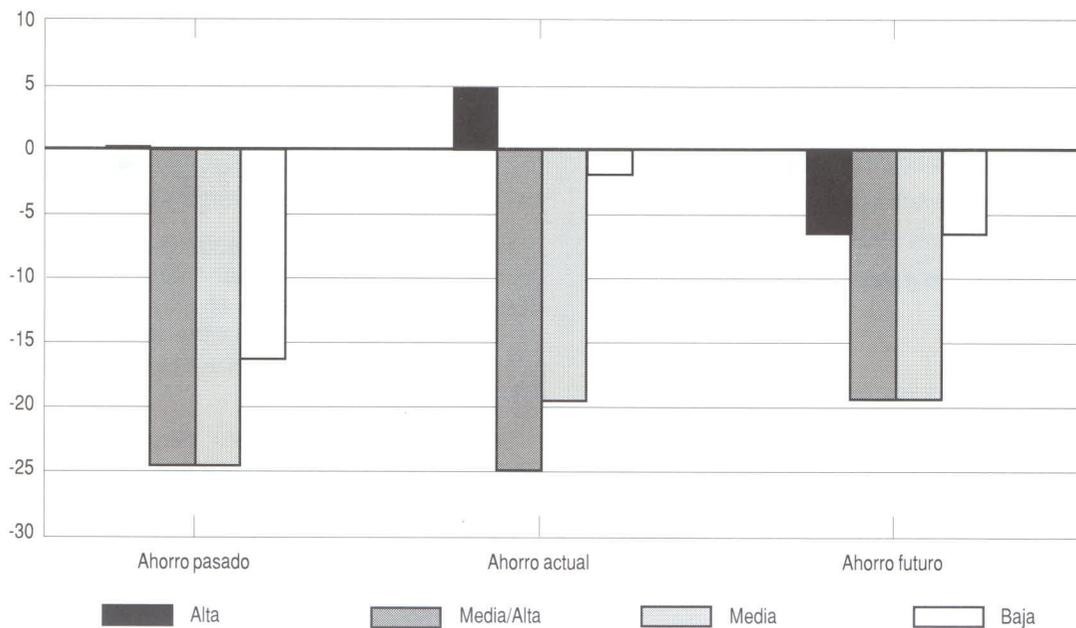


GRAFICO 2
EVOLUCION DEL AHORRO EN EL PAIS VASCO
 (Según tramos de renta) Julio 1984-Julio 1991



fuerte en Araba y Bizkaia, y mucho menor en Guipuzkoa.

En lo que respecta a la *situación actual* (ahorro actual) han mejorado Araba y Guipuzkoa, al aumentar el número de residentes de las dos provincias que están en situación de ahorro, pero ha empeorado Bizkaia, con un descenso de siete puntos del número de ahorradores.

Por último, *el ahorro futuro* (expectativas de ahorro) mejora también en Araba y Guipuzkoa, pero empeora en Bizkaia (11 puntos).

Guipuzkoa presenta, por tanto, una evolución favorable del ahorro, mientras que Araba presenta información positiva y negativa, y Bizkaia muestra una tendencia muy negativa en los tres indicadores.

La variable *ingresos* muestra, de un modo global, que el número de ahorradores no disminuye entre las rentas altas (+150.000 pts); la distribución de los porcentajes se mantiene en unos niveles muy similares en los dos años y para los tres indicadores contemplados. Por el contrario, entre los niveles de rentas medias y bajas el número de ahorradores desciende mucho, sobre todo en las rentas medias y medio-altas.

Por último, el comportamiento respecto al ahorro difiere según cuál sea la *institución financiera* con la que normalmente los entrevistados operan. Los clientes de cajas de ahorros ofrecen unos resultados positivos, aumentando el número de ahorradores de 1984 a 1991 en dos de los indicadores utilizados (ahorro pasado y futuro).

En cambio, disminuye el número de ahorradores tanto entre los clientes exclusivos de bancos como entre aquellos consumidores que operan a la vez con cajas y bancos (clientes mixtos), siendo el descenso similar en ambos casos.

En resumen, el número de ahorradores en la CAPV ha descendido en los últimos años, tendencia que parece va a continuar a medio plazo.

Sólo se dispone de información tan detallada sobre estos tres indicadores para esas dos fechas (1984 y 1991), pero se dispone de dos series de indicadores de ahorro que abarcan de 1984 a 1991 (Véanse cuadros núms. 2 y 3).

El primer indicador, *situación financiera familiar*, es el indicador de ahorro actual, y responde a la primera pregunta planteada. Muestra, por tanto, el número de ahorradores por encima del número de personas que están endeudadas o desahorran.

Para la CE, el índice ha ido aumentando a lo largo de los años muy lentamente, pero de un modo constante. En España, el índice se muestra muy estable en cifras inferiores a las de la CE, con pequeños aumentos y retrocesos.

En la CAPV, cabe hacer una serie de observaciones:

1) Las fluctuaciones del índice son, al igual que en la CE y en España, muy reducidas; dos o tres puntos arriba o abajo.

2) Las cifras del índice son mayores que las europeas y mucho mayores que las correspondientes a España. Es decir, el número de ahorradores en la CAPV es, prácticamente en todos los puntos de

CUADRO NUM. 1
NUMERO DE AHORRADORES

	Porcentaje de ahorradores el año pasado		Porcentaje de entrevistados en situación actual de ahorro		Porcentaje de entrevistados que ahorrará en el año en curso	
	1984	1991	1984	1991	1984	1991
Total	49	39	37	37	35	33
Territorio histórico						
Araba	69	38	31	45	29	34
Guipuzkoa	50	46	39	46	35	45
Bizkaia	43	35	38	31	36	25
Actividad laboral						
Cuenta propia	50	48	45	46	43	45
Cuenta ajena	51	44	41	46	39	39
Cliente de:						
Bancos	43	48	37	—	35	47
Cajas	49	33	35	—	32	23
Mixto	63	47	54	—	53	45
Ingresos						
+ 150.000	61	61	61	66	67	60
100-150.000	67	43	62	37	53	32
70-100.000	55	31	44	25	38	19
50-70.000	44	23	25	22	30	19
- 50.000	38	23	24	22	22	19

CUADRO NUM. 2
SITUACION FINANCIERA FAMILIAR

	CAPV	España	Media CE
Julio 1984	15	6	9
Diciembre 1984	13	9	9
Junio 1985	12	--	9
Octubre 1985	13	10	10
Enero 1986	13	10	10
Julio 1986	14	8	11
Diciembre 1986	15	8	11
Junio 1987	11	6	11
Diciembre 1987	14	9	11
Junio 1988	13	12	11
Diciembre 1988	13	8	14
Junio 1989	17	8	12
Diciembre 1989	15	7	14
Junio 1990	17	6	13
Diciembre 1990	19	6	12
Junio 1991	17	8	12

CUADRO NUM. 3
EXPECTATIVAS DE AHORRO

	CAPV	España	Media CE
Julio 1984	-19	-15	-16
Diciembre 1984	-37	-52	-16
Junio 1985	-39	-48	-15
Octubre 1985	-36	-45	-16
Enero 1986	-37	-34	-12
Julio 1986	-34	-42	-12
Diciembre 1986	-39	-48	-12
Junio 1987	-42	-45	-11
Diciembre 1987	-33	-47	-9
Junio 1988	-38	-43	-10
Diciembre 1988	-40	-35	-7
Junio 1989	-39	-46	-8
Diciembre 1989	-37	-41	-5
Junio 1990	-32	-39	-6
Diciembre 1990	-30	-37	-8
Junio 1991	-29	-28	-6

la serie, el doble que el número de ahorradores en España.

3) Durante los años 1984, 1985, 1986, 1987 y 1988, el índice fluctúa alrededor del 12/13. A partir de 1989 los valores del índice fluctúan en el entorno de 17. Es decir, el índice no muestra una tendencia creciente ni decreciente; pero, a partir de principios de 1989, se sitúa cinco puntos por encima de los valores medios anteriores.

El índice de expectativas de ahorro (cuadro número 3) muestra el número de personas que esperan ahorrar en el futuro (pregunta núm. 3).

De nuevo, el índice de la CE muestra un lento, pero progresivo y constante, aumento, de modo que en estos siete años se produce una recuperación de diez puntos.

En España, la mejoría del índice tiene lugar sólo a partir de principios de 1989. Desde esa fecha a junio de 1991, se produce una recuperación de 18 puntos. A pesar de la recuperación, el valor del índice en julio de 1991 es cuatro veces más negativo que en la CE; es decir, el número de personas que esperan ahorrar en el futuro es cuatro veces inferior en España que en la CE.

La pauta del índice en la CAPV es muy similar a la que tiene lugar en el conjunto de España. La mejora del índice tiene lugar a principios de 1989, lográndose en julio de 1991 una recuperación de 11 puntos, con un valor del índice prácticamente idéntico al de España.

Esta recuperación no aparece en el cuadro número 1 porque en dicho cuadro se compara 1984 con 1991. Como puede verse en el cuadro núm. 3, el índice en 1984 era 10 puntos más positivos que en 1991.

Es decir, *el número de ahorradores en 1991 es claramente inferior al existente en 1984, pero superior al de finales de 1988. A partir de 1989, la tendencia del ahorro (número de ahorradores) cambia y se vuelve positiva, tanto en la CAPV como en España.*

II. VOLUMEN DEL AHORRO

Conocer el número de personas ahorradoras es deseable, pero lo realmente interesante sería cuantificar el ahorro de cada individuo. Difícilmente puede llevarse a cabo esta cuantificación mediante encuestas, por varias razones:

a) Los entrevistados tienden a ocultar todo lo referente a dinero (ingresos, ahorro, inversión...) en mayor medida de lo que ocurre en temas que pudiera pensarse son más delicados o íntimos, como el voto, o temas de relaciones sexuales o delincuencia.

b) Esta ocultación de información sobre ingresos, ahorro, etc. se traduce en una falta de información —entrevistados que no contestan—, pero también en una minusvaloración del volumen de ahorro, que además resulta aleatoria. Es imposible conocer en qué medida los entrevistados disminuyen voluntaria o involuntariamente sus ingresos o su ahorro.

c) Todo lo anterior aparece confusamente mezclado con la dificultad de acceso que tiene el propio entrevistado al dato que se le pide. Es decir, el propio entrevistado puede tener problemas no en facilitar toda la información, sino en recordarla o saberla. ¿Quién sabe exactamente la cuantía del ahorro financiero que tuvo el año pasado sin una costosa tarea de comprobación de sus cuentas bancarias o de valores?

d) Todos estos problemas se incrementan cuando el análisis se efectúa sobre expectativas de volúmenes de ahorro.

Los datos del cuadro núm. 4 son, por tanto, meramente indicativos de cambios temporales y de relaciones estructurales entre variables (ingresos y ahorro por ejemplo).

**CUADRO NUM. 4
VOLUMEN DE AHORRO
(En porcentaje de ahorradores)(*)**

	EL AÑO PASADO				EL AÑO EN CURSO			
	-500.000Pts		+500.000Pts		-500.000Pts		+500.000Pts	
	1984	1991	1984	1991	1984	1991	1984	1991
Total	89	78	11	22	92	66	8	34
+ 150.000	78	70	22	30	81	66	19	34
100-150.000	83	89	17	11	98	84	2	16
70-100.000	100	90	—	10	100	82	—	18
50-70.000	100	100	—	—	100	89	—	11
- 50.000								
<i>Cliente de:</i>								
Bancos	96	93	4	7	79	68	21	32
Cajas	97	82	3	18	98	82	2	18
Mixto	92	72	8	28	—	71	—	29
<i>Territorio histórico</i>								
Araba	97	89	3	11	100	92	0	8
Guipuzkoa	96	74	4	26	99	72	1	28
Bizkaia	96	80	4	20	99	76	1	24

(*) Los porcentajes tienen como base el número de ahorradores de cada año y deben interpretarse de la siguiente manera. En 1984, del total de ahorradores, un 89 por 100 ahorró menos de 500.000 Pts y un 11 por 100 más de 500.000 Pts.

Del total de ahorradores en 1984, el 89 por 100 ahorraron menos de 500.000 pts., y sólo un 11 por 100 lo hicieron por encima de esta cantidad. En 1991, estos porcentajes son del 78 por 100 y 22 por 100 respectivamente. Parece, por tanto, que ha aumentado el volumen de ahorro, pero deben tenerse en cuenta dos aspectos:

- El número de ahorradores en 1984 fue superior al de 1991 (49 por 100 y 39 por 100 respectivamente).

- Se trata de pesetas corrientes, que tienen que deflactarse.

Transformando los porcentajes para tener en cuenta el número de ahorradores, el resultado es el siguiente:

	Porcentaje de ahorradores sobre el total de la muestra	
	1984	1991
-500.000	44	30
+500.000	5	9

Las diferencias parecen menos pronunciadas al realizar esta transformación. De hecho, tomando como marca de clase 250.000 Pts y un millón, respectivamente, el ahorro medio sería el siguiente:

	Ahorro medio en pesetas
1984	160.000
1991	165.000

Los datos siguen estando en pesetas corrientes, mostrando por tanto que el aumento del volumen de ahorro es más ficticio que real.

En resumen:

- El volumen medio de ahorro *per capita* ha aumentado de 1984 a 1991 tomando como base los ahorradores, pero no si tomamos como base el total de consumidores, que es lo importante para la estimación del volumen de ahorro.

- Incluso, a la vista de los datos, cabe hablar de una reducción del ahorro total en pesetas constantes.

Las expectativas de ahorro muestran una pauta similar: el número de entrevistados que esperan ahorrar más de medio millón de pesetas es mucho más elevado en 1991 que en 1984 (34 por 100 frente a 8 por 100). De nuevo aquí se plantea el doble problema de deflactar las pesetas corrientes y de tener en cuenta el número de ahorradores futuros que pasa del 35 por 100 en 1984 al 33 por 100 en 1991. Esta reducción es menor que la que se produce en el número de entrevistados que ahorró el año pasado, pero este indicador muestra expectativas y no realidades.

Los datos del cuadro núm. 4 permiten un análisis relacional y estructural utilizando los *ingresos*, la *provincia de residencia* y el *tipo de clientela bancaria*.

Los datos de 1984 referidos a los tres territorios históricos son muy similares, pero cambian los de 1991. En este año, el volumen de ahorro realizado es claramente mayor en Guipuzkoa y Bizkaia que en Araba (se trata de ahorro *per capita*). Asimismo, las expectativas de ahorro son mayores en esos dos territorios históricos.

Los *ingresos* muestran una clara relación con el volumen de ahorro tanto en 1984 como en 1991. A mayores ingresos, mayor volumen de ahorro en el pasado y en el futuro, siendo más pronunciada esta relación en 1991 que en 1984.

CUADRO NUM. 5
PORCENTAJE DE AHORRADORES
EN CADA SEGMENTO

	1984		1991	
	-500.000	+500.000	-500.000	+500.000
Rentas altas	48	13	43	18
Medio-altas	56	11	38	5
Medias	55	—	28	3
Bajas	41	—	23	—

Estos datos, en comparación con los existentes sobre número de ahorradores por ingresos, muestran que el volumen de ahorro se mantiene o aumenta entre los niveles de renta altos, pero disminuye en los demás, sobre todo en las rentas medias y medio-altas (cuadro núm. 5).

Por último, el análisis de los entrevistados según sean clientes de cajas, bancos, o ambas a la vez, muestra que en 1984 no se observaban apenas diferencias entre ellos, diferencias que sí aparecen en 1991. Los clientes mixtos (cajas y bancos) arrojan un mayor volumen de ahorro, seguidos de clientes de bancos y, en el último puesto, los clientes de cajas.

Estas diferencias quedan corregidas en parte por el hecho de que el número de ahorradores clientes de cajas es mayor que el de clientes de bancos o mixtos. Pero las diferencias, en lo que respecta al volumen de ahorro, no se ven compensadas por las existentes en cuanto al número de ahorradores.

III. EL DESTINO DEL AHORRO

Existe una gran estabilidad en el destino dado al ahorro a lo largo de estos siete años. El 33 por 100 de los ahorradores lleva su ahorro a cuentas co-

rientes, libretas o depósitos, y sólo una minoría lo coloca en activos financieros o de otra forma. Más en concreto, el resto de los destinos se ordena así de mayor a menor número de ahorradores:

1984	1991
Deuda pública	Joyas/oro
Bonos/cédulas	Vivienda
Acciones	Deuda pública
Vivienda	Acciones
Seguros	Fondo de pensiones
Certificados	Bonos
Joyas/oro	Seguros
	Pagarés forales

De 1984 a 1991 disminuye el interés por deuda pública, bonos y seguros, y aumenta en cambio el interés por las joyas/oro, los fondos de pensiones y la vivienda.

El cambio más destacado, sin duda alguna, es el aumento de la inversión en joyas/oro, puesto que el aumento en fondos de pensiones se debe a su aparición como tal producto financiero muy recientemente. En 1984, no se podía invertir en fondos de pensiones porque no existía el producto.

La información existente para 1984 y 1991 permite realizar un análisis del destino del ahorro en ambas fechas por niveles de renta y grupos de edad.

En lo que respecta a la renta, se debe señalar que para 1991 no se dispone de intervalo de más de 200.000 pts., de modo que la comparación debe hacerse para otros niveles de renta (cuadro número 6).

Para las rentas medio-altas, el cambio más claro es:

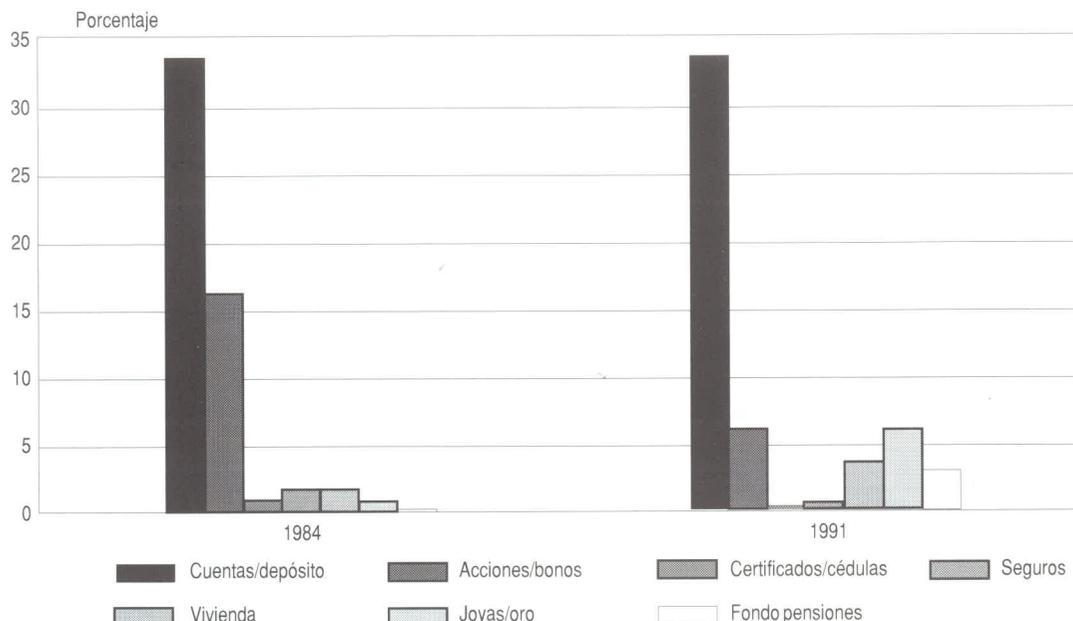
- Aumento en 1991 de la inversión en vivienda, joyas y oro, y en libretas y depósitos a plazo.
- El retroceso de la inversión en deuda pública, bonos y seguros.

CUADRO NUM. 6
DESTINO DEL AHORRO SEGUN INGRESOS (*)

	+ 200.000 Pts		150-200.000 Pts		100-150.000 Pts		- 100.000 Pts		TOTAL	
	1984	1991	1984	1991	1984	1991	1984	1991	1984	1991
C/c o libreta	20	—	11	30	24	29	23	19	21	20
Libreta - 1 año	—	—	4	7	5	3	5	4	5	6
Libreta + 1 año	7	—	7	12	8	5	6	4	7	7
Acciones	3	—	8	9	5	2	—	—	3	3
Deuda pública	—	—	19	4	9	4	6	1	9	3
Bonos	3	—	10	2	5	1	—	1	5	1
Certificados	3	—	4	—	—	—	—	—	1	—
Cédulas hipotecarias ..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Seguros	—	—	6	—	2	3	—	—	2	0,4
Vivienda	13	—	—	7	2	1	1	—	2	3
Joyas y oro	—	—	—	12	1	5	1	1	1	7
Pagarés forales	—	—	—	—	—	2	—	—	—	0,4
Fondos pensiones ..	—	—	—	3	—	1	—	—	—	2

(*) Porcentaje de entrevistados que invirtió en cada producto.

GRAFICO 3
DESTINO DEL AHORRO
Julio 1991



CUADRO NUM. 7
DESTINO DEL AHORRO (por edad)

	- 50 AÑOS		+ 50 AÑOS		TOTAL	
	1984	1991	1984	1991	1984	1991
C/c o libreta	24	22	18	18	21	20
Libreta - 1 año	5	6	3	6	5	6
Libreta + 1 año	8	6	6	7	7	6
Acciones	5	4	2	1	3	3
Deuda pública	12	4	6	1	9	3
Bonos	8	1	3	—	5	1
Certificados	2	—	—	—	1	—
Cédulas hipotecarias	—	—	—	—	—	—
Seguros	2	—	1	—	2	0,4
Vivienda	3	4	—	—	2	3
Joyas y oro	1	7	—	5	1	7
Pagarés forales	—	—	—	—	—	0,4
Fondos pensiones	—	1	—	2	—	2

Para las *rentas medias*, hay que destacar de nuevo el aumento de la inversión en joyas y oro, y la disminución de la inversión en acciones, deuda pública y bonos.

Por último, en las *rentas bajas* lo que se produce es un descenso generalizado de la inversión en todas las opciones.

La *edad* sólo parece influir en que entre los menores de 50 años ha aumentado fuertemente la inversión en vivienda, joyas y oro. La inversión en deuda pública, bonos y acciones ha disminuido

tanto entre los menores de 50 años como entre los mayores de esa edad (cuadro núm. 7).

Para 1991, se dispone de mayor información cruzada sobre el destino del ahorro. En el cuadro número 8, se presenta dicha información según el tipo de cliente; es decir, según el entrevistado se relacione fundamentalmente sólo con cajas de ahorros, sólo con bancos o con ambos.

El primer dato a tener en cuenta es la mayor diversificación de la inversión que realiza el cliente de banco o el cliente que llamamos mixto (cajas y bancos), frente a la concentración de la inversión

CUADRO NUM. 8
DESTINO DEL AHORRO SEGUN TIPO DE CLIENTE

	Sólo cajas	Sólo bancos	Mixto	TOTAL
C/c o libreta	19	28	20	20
Libreta - 1 año	5	2	6	6
Libreta + 1 año	5	4	9	7
Acciones	1	10	4	3
Deuda pública	2	—	4	3
Bonos	1	3	1	1
Certificados	—	—	—	—
Cédulas hipotecarias	—	—	—	—
Seguros	—	—	—	0,4
Vivienda	1	6	4	3
Joyas y oro	3	10	11	7
Pagares forales	—	—	—	0,4
Fondos pensiones	—	2	4	2

CUADRO NUM. 9
¿ES RAZONABLE AHORRAR?

	SI	NO	Ns/Nc
Total	82	16	2
<i>Territorio histórico</i>			
Araba	65	34	1
Guipuzkoa	82	14	4
Bizkaia	87	12	1
<i>Edad</i>			
- 30	84	14	2
31-50	81	17	2
+ 50	82	15	3
<i>Ingresos</i>			
+ 150.000	86	13	1
100-150.000	82	18	—
70-100.000	85	14	1
- 70.000	65	30	5
<i>Situación laboral</i>			
Cuenta ajena	84	15	1
Cuenta propia	84	14	2
Parado	67	29	4
Jubilado	84	14	2
Otros	59	25	16

CUADRO NUM. 10
VALORACION DEL AHORRO(*)

	CAPV	España
Diciembre 1984	32	26
Octubre 1985	35	48
Enero 1986	41	33
Julio 1986	43	32
Diciembre 1986	41	31
Julio 1987	34	21
Diciembre 1987	49	39
Julio 1988	41	36
Diciembre 1988	35	—
Julio 1989	44	—
Diciembre 1989	47	—
Julio 1990	44	42
Diciembre 1990	42	53
Julio 1991	52	45

(*) El índice es la diferencia entre el porcentaje de entrevistados que creen que es razonable ahorrar y los que creen que no lo es, ponderando las respuestas que se dan en una escala del 1 al 5. Cuanto mayor es el índice, mayor es la valoración del ahorro.

que realiza el cliente de cajas, que se centra en libretas y depósitos, y algo de joyas y deuda pública.

Por otra parte, el cliente de bancos invierte, proporcionalmente hablando, mucho en acciones y bonos. Al igual que el cliente mixto, invierte asimismo en vivienda y joyas y oro.

El cliente mixto centra su inversión en acciones y en deuda pública y, al igual que el cliente de bancos, en vivienda y joyas.

En los tres casos, el destino del ahorro va dirigido mayoritariamente a cuentas y depósitos; las diferencias aparecen en el destino secundario, en el que los clientes de bancos se dirigen preferentemente a acciones y bonos y los mixtos a acciones y deuda pública.

Por último, es interesante destacar que clientes mixtos y de bancos dirigen gran parte de su ahorro a vivienda y joyas/oro.

IV. ACTITUDES HACIA EL AHORRO

A lo largo del período que se está analizando (1984-1991), se han planteado repetidamente dos clases de información:

- Una sobre si es razonable o no ahorrar.
- Otra sobre la mejor forma de ahorrar.

Existe una amplísima mayoría de entrevistados que creen que es razonable ahorrar (82 por 100 en 1991), frente a un muy reducido número que piensa lo contrario (16 por 100). Además, como muestra el cuadro núm. 9, apenas hay grandes diferencias en este tema entre los distintos segmentos de población. La única diferencia significativa que destaca en los datos de 1991 es la alta respuesta negativa de las personas de menor renta, entre quienes sólo un 65 por 100 piensa que es razonable ahorrar.

Parece claro, pues, que el ahorro sigue siendo una "virtud" tradicional que se mantiene entre la población vasca. Los datos del cuadro núm. 10 muestran también un gran apoyo a esta tesis.

En dicho cuadro se recoge información sobre el índice de valoración del ahorro desde 1984 para la CAPV y para España. Cuanto más positivo es el índice, mayor es la valoración del ahorro.

Como puede verse, a partir de julio de 1989, el índice se sitúa en la CAPV por encima de 40, mientras que antes de esa fecha está fluctuando entre el 35 y el 40. Lo mismo sucede en España, que ofrece valores del índice muy altos en 1990 y 1991.

Estos datos permiten adelantar unas hipótesis interpretativas sobre el papel que juega el ahorro en la población vasca.

El ahorro es una "virtud" social, es un término con connotaciones sociales positivas. Es decir, está bien visto ahorrar, y este comportamiento es simbólicamente premiado. La consecuencia de esto es que la mayoría de los entrevistados afirman que es razonable ahorrar. Los entrevistados están diciendo realmente que ahorrar es un deber, pero también dicen —en otras preguntas— que "no pueden ahorrar", "que no tiene sentido ahorrar a la vista de la inflación".

En una palabra, la virtud social del ahorro no tiene un correlato empírico en el comportamiento real de ahorro. En reuniones de grupo —y también en las preferencias de ahorro— queda muy claro que ahorrar es "ruinoso y es un engaño"; queda, por tanto, más claro un tipo de discurso consumista más acorde con la realidad económica del país.

El cuadro núm. 11 refleja la información sobre las mejores formas de ahorrar, en orden de preferencia, para tres años. La comparación de 1984, 1985 y 1991 permite deducir algunos cambios muy interesantes que se han producido en la orientación financiera de los consumidores vascos.

En primer lugar, la compra de bienes inmobiliarios (vivienda principalmente) ha perdido interés a

lo largo de estos años. De ocupar el primer lugar de preferencias en 1984, pasa al cuarto lugar en 1991.

Por otra parte, montar un negocio propio o ampliar el existente sigue teniendo mucho atractivo para el consumidor vasco, situándose en las fechas contempladas en un buen lugar de preferencia. Sin embargo, esta preferencia ha caído fuertemente de 1985 a 1991.

También ha caído fuertemente el interés por la Bolsa y las acciones, que en este momento ocupan los últimos niveles de preferencias. Asimismo, ha perdido interés la inversión en deuda pública.

Por el contrario, la inversión en joyas/oro se ha revalorizado en este tiempo, pasando del último nivel de preferencias en 1985 a niveles intermedios en 1991.

Pero, sin duda, el cambio más importante entre 1985 y 1991 estriba en que el centro del ahorro pasa a ser el consumo centrado en uno mismo. Así *el gasto en salud, en educación propia y en educación de los hijos se presentan, en 1991, como las mejores formas de ahorrar, cuando en 1985 ocupaban los últimos lugares en la preferencia de los consumidores.*

Se ha producido un cambio de valores muy importante, al variar el énfasis en el dinero y en la producción y pasar al propio consumidor, sus hijos, su educación, su salud. El mejor ahorro en estos momentos, según el consumidor vasco, es invertir en uno mismo y su familia.

Los fondos de pensiones y las supercuentas, de reciente creación, aparecen en unos niveles intermedios de preferencia.

En el cuadro núm. 12, la información sobre mejores formas de ahorrar se presenta para las fechas contempladas (1985 y 1991) y según segmentos o niveles de renta.

Las diferencias entre 1985 y 1991 para los tres niveles de renta son prácticamente idénticas a las diferencias globales existentes en el conjunto de la

CUADRO NUM. 11
MEJOR FORMA DE AHORRAR (Orden de preferencia)

Octubre 1984	Enero 1985 (especial)	Junio 1991
1.- Compra de casa/piso.	1.- Deuda/bonos.	1.- Salud.
2.- Depósito a plazo/libreta.	2.- Montar negocio.	2.- Educación hijos.
3.- Montar/ampliar negocio.	3.- Compra vivienda.	3.- Educación propia.
4.- Compra deuda/bonos del Estado.	4.- Educación hijos.	4.- Compra vivienda.
5.- Invertir en acciones.	5.- Depósito/libreta.	5.- Ampliar negocio.
	6.- Acciones.	6.- Depósito plazo.
	7.- Seguro/pensiones.	7.- Fondo pensiones.
	8.- Salud.	8.- Deuda pública.
	9.- Educación propia.	9.- Supercuentas.
	10.- Cuenta corriente.	10.- Compra oro/joyas.
	11.- Joyas/oro.	11.- Cuenta corriente.
		12.- Bolsa/acciones.
		13.- Seguros.

CUADRO NUM. 12
MEJOR FORMA DE AHORRAR, POR INGRESOS

INGRESOS ALTOS		INGRESOS MEDIOS		INGRESOS BAJOS	
1985	1991	1985	1991	1985	1991
1.- Educación hijos.	1.- Salud	1.- Deuda-bonos.	1.- Salud.	1.- Educación hijos.	1.- Salud.
2.- Deuda/bonos.	2.- Educac. hijos.	2.- Depósito plazo.	2.- Educac. hijos.	2.- Depósito plazo.	2.- Educ. hijos.
3.- Vivienda.	3.- Educac. propia.	3.- Negocio.	3.- Educac. prop.	3.- Deuda/bonos.	3.- Educ. propia.
4.- Negocio.	4.- Vivienda.	4.- Vivienda.	4.- Vivienda.	4.- Negocio.	4.- Vivienda.
5.- Libreta plazo.	5.- Negocio.	5.- Educación. hijos.	5.- Depósito plazo.	5.- Seguro/pensión.	5.- Fondos pensiones.
6.- Acciones.	6.- Pensiones.	6.- Acciones.	6.- Negocio.	6.- Acciones.	6.- Negocio.
7.- Salud.	7.- Depósito plazo.	7.- Seguro/pensión.	7.- Fondos pensiones.	7.- Salud.	7.- Deuda pública.
8.- Seguro/pensión.	8.- Supercuentas.	8.- Salud.	8.- Supercuentas.	8.- Cuenta corrien.	8.- Depó. plazo.
9.- Educación propia.	9.- Joyas/oro.	9.- Joyas/oro.	9.- Deuda pública.	9.- Educación propia.	9.- Joyas/oro.
10.- Cuenta corrien.	10.- Deuda públic.	10.- Cuenta corriente.	10.- Joyas/oro.	10.- Joyas/oro.	10.- Supercuentas.
11.- Joyas/oro	11.- Acciones/Bolsa.	11.- Educación propia.	11.- Bolsa.		11.- Cuenta corriente.
	12.- Cuenta corrien.		12.- Cuenta corrien.		12.- Bolsa.
	13.- Seguros.		13.- Seguros.		13.- Seguros.

CUADRO NUM. 13
MEJOR FORMA DE AHORRAR, POR TIPO DE CLIENTE

Sólo de Cajas	Sólo de Bancos	Mixto
1.- Educ. hijos.	1.- Salud.	1.- Salud.
2.- Salud.	2.- Educ. hijos.	2.- Educ. hijos.
3.- Educ. propia.	3.- Educ. propia.	3.- Educ. propia.
4.- Vivienda.	4.- Vivienda.	4.- Vivienda.
5.- Negocio.	5.- Negocio.	5.- Negocio.
6.- Depósito a plazos.	6.-Fondo de pensiones.	6.-Fondo de pensiones.
7.- Fondo de pensiones.	7.- Depósito a plazos.	7.- Depósito a plazos.
8.- Deuda pública.	8.- Acciones/Bolsa.	8.- Supercuentas.
9.- Supercuentas.	9.- Deuda pública.	9.- Deuda pública.
10.- Joyas/oro.	10.- Supercuentas.	10.- Joyas/oro.
11.- Ctas. corriente.	11.- Joyas/oro.	11.- Bolsa/acciones.
12.- Bolsa/acciones.	12.- Ctas. corriente.	12.- Ctas. corriente.
13.- Seguros.	13.- Seguros.	13.- Seguros.

población. Es decir, el cambio ha sido muy similar para todos los niveles de ingresos en el sentido señalado antes.

Las diferencias, en 1991, entre los distintos niveles de ingresos son relativamente escasas y se centran en:

- La mayor preferencia que los niveles de renta bajos dan a la deuda pública frente a los otros niveles.

- Como contrapartida, la mayor preferencia que se da a las supercuentas en los niveles de ingreso alto y medio.

A pesar de estas diferencias, son más las similitudes en las preferencias de inversión de los distintos niveles de renta.

Es lo mismo que muestra la información reflejada en el cuadro núm. 13, donde las preferencias se dan por separado para los diferentes tipos de clientes bancarios. Las diferencias entre las preferencias de los clientes de cajas, bancos o mixtos son prácticamente inexistentes.

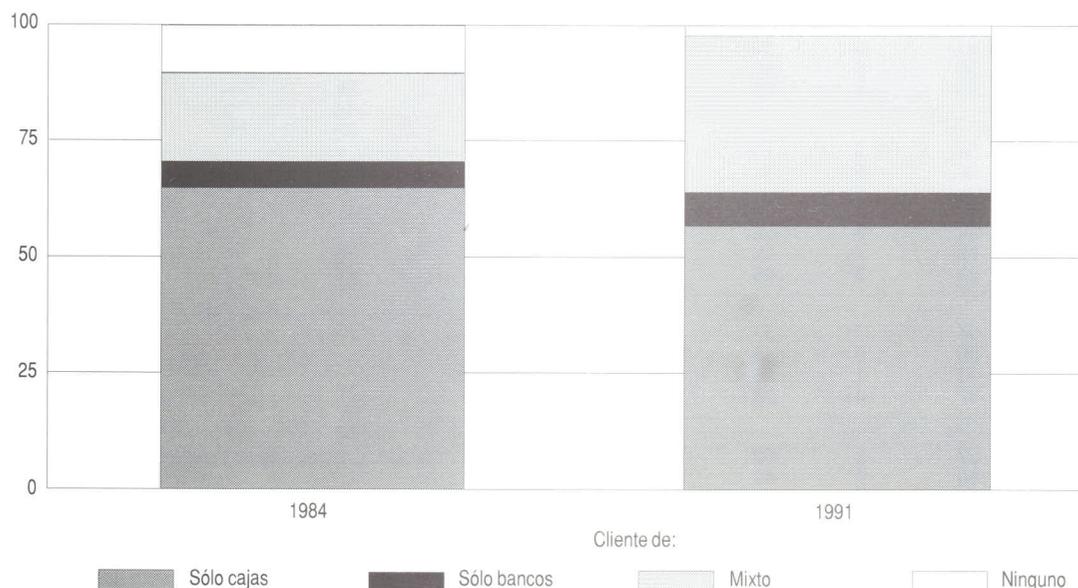
V. LA CLIENTELA DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En los últimos diez años se ha logrado la *total bancarización del consumidor vasco*. Con esto quiero indicar que, prácticamente, no existe ningún habitante de la CAPV que no mantenga una relación financiera con una institución bancaria, sea por medio de libreta o cuenta, que es lo más normal, sea por medio de domiciliación de pagos o nóminas, etc. Todavía en 1984 un 10 por 100 de los consumidores vascos afirmaban no ser clientes ni de cajas ni de bancos; en 1991, este porcentaje no llega al 1 por 100.

CUADRO NUM. 14
DISTRIBUCION DE LA CLIENTELA BANCARIA EN LA CAPV

	1984	1991
Cliente de:		
Sólo cajas	66	56
Sólo bancos	5	6
Mixtos	19	37
Ninguno	10	1
	100	100

GRAFICO 4
DISTRIBUCION DE LA CLIENTELA BANCARIA
(En porcentaje) Julio 1991



El segundo e importante hecho es la constatación de, a la vez, el descenso del número de clientes exclusivos de cajas de ahorros (diez puntos de caída) y el aumento significativo del número de clientes mixtos (a la vez en cajas y bancos) en 18 puntos porcentuales. El número de clientes de bancos en exclusiva apenas varía entre estas fechas (cuadro núm. 14).

Los datos no son suficientes para realizar un análisis específico del comportamiento de los clientes mixtos, pero éstos se comportan económicamente de un modo racional, de tal manera que dividen sus operaciones de activo y pasivo en función de su coste o remuneración; es decir, pueden domiciliar recibos y nómina en una caja porque ésta no cobre estos servicios, y llevar el excedente a la "supercuenta" de un banco. El cliente mixto lo es, ante todo, porque no cree que haya diferencias genéricas entre cajas y bancos, sino más bien entre lo que cada caja y banco en concreto ofrecen y piden; juegan, por tanto, con estas diferencias de remuneración de depósitos y de costes de servicios para extraer la máxima rentabilidad a su dinero.

En los cuadros núms. 15 y 16 se establece el perfil sociodemográfico de estas tres categorías de clientes: cajas, bancos y mixtos.

El *cliente exclusivamente de Caja* es una persona:

- relativamente joven o mayor, es decir, no en la franja de edad intermedia;
- con escaso nivel de estudios;
- trabaja como asalariado, o está jubilado o parado;
- con escaso nivel de renta.

No significa esto que no haya clientes sólo de caja con alto nivel de estudios y de ingresos, sino que lo que predomina es el cliente de escasos medios y nivel de estudios. El retrato medio del cliente sólo de caja lo da, por tanto, o una persona mayor, jubilada o prejubilada, o una persona muy joven que, por tanto, no se encuentra en su plenitud profesional, con unos niveles de estudios e ingresos bajos.

El *cliente mixto*, en cambio, se recluta, ante todo, entre las edades intermedias, los activos económica y laboralmente hablando, entre personas con alto nivel de estudios e ingresos y con predominio de personas que tienen su propia empresa. Es muy significativo, en este sentido, que sólo un 7 por 100 de las personas con rentas inferiores a 70.000 pts. son clientes mixtos, la amplia mayoría son clientes de cajas; por el contrario, de las personas con rentas de más de 150.000 pts., un poco más de la mitad son clientes mixtos, y sólo un 39 por 100 clientes de cajas exclusivamente.

CUADRO NUM. 15
PERFIL DE LOS CLIENTES DE INSTITUCIONES FINANCIERAS

	Cajas Ahorros	Bancos	Mixtos	Resto
<i>Total</i>	56	6	37	1
<i>Edad</i>				
-30	61	6	32	1
31-50	50	6	42	1
+50	60	6	33	1
<i>Estado civil</i>				
Soltero	52	6	40	1
Casado	56	6	37	1
<i>Estudios</i>				
Primarios	62	5	32	1
F.P./Bachillerato ..	49	7	42	1
Medios/Superiores	43	9	46	1
<i>Situación laboral</i>				
Cuenta ajena	54	7	37	2
Cuenta propia	36	9	55	2
Parado	71	1	25	2
Jubilado	67	4	28	2
<i>Ingresos</i>				
+150.000	39	8	52	2
100-150.000	49	8	42	1
70-100.000	77	1	22	—
-70.000	93	—	7	—
<i>Territorio histórico</i>				
Araba	67	5	27	1
Guipuzkoa	49	5	45	2
Bizkaia	58	7	35	1

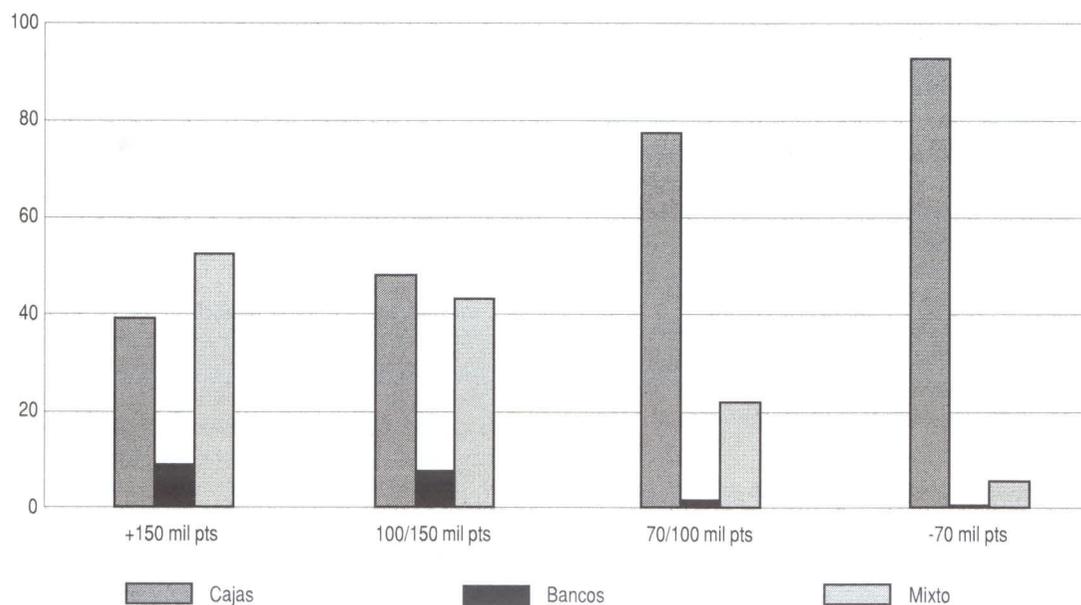
CUADRO NUM. 16
PERFIL DE LOS CLIENTES DE INSTITUCIONES FINANCIERAS

	Cajas de Ahorros	Bancos	Mixtos	Resto
<i>Total</i>	56	6	37	1
<i>Ingresos</i>				
+ 150.000				
- 30 años	29	—	71	—
30-50	44	9	46	1
+ 50	30	8	60	2
<i>Ingresos</i>				
+100.000-150.000				
- 30 años	53	—	47	—
30-50	47	7	46	—
+ 50	51	11	38	—
<i>Ingresos</i>				
- 100.000				
- 30 años	85	—	15	—
30-50	67	—	33	—
+ 50	82	2	16	—

Parece claro que el cliente mixto es el cliente mejor informado, más culto, con mayores ingresos y más activo profesionalmente hablando.

Controlar la edad en el análisis de la relación entre ingresos y categoría de clientela no cambia es-

GRAFICO 5
TIPO DE CLIENTE POR NIVEL DE INGRESOS
(En porcentaje) Julio 1991



CUADRO NUM. 17
IMPORTANCIA DE DIFERENTES CRITERIOS PARA INVERTIR

	Liquidez	Rentabilidad	Saldo pequeño	No cobrar gestiones	Institución
<i>Total</i>	2,3	1,9	3,5	3,3	4
<i>Tipo cliente</i>					
Sólo Cajas	2,2	1,9	3,6	3,2	4
Sólo bancos	2,5	1,9	3,3	3,6	3,6
Mixto	2,4	1,8	3,4	3,3	4,1
<i>Ingresos</i>					
+ 150.000	2,3	1,7	3,8	3,4	3,8
100-150.000	2,3	1,7	3,6	3,3	4,2
70-100.000	2,4	1,4	3,6	3,7	3,9
-70.000	2,1	1,9	3,4	3,7	3,8
<i>Edad</i>					
- 30	2,2	1,6	3,3	3,6	4,3
31-50	2,3	2	3,5	3,3	3,9
+ 50	2,3	1,9	3,5	3,2	4,1

ta relación (ver cuadro núm. 16), de modo que las personas de ingresos altos, tengan la edad que tengan, prefieren ser clientes mixtos a otra cosa; solamente entre los de edad intermedia parece existir una mayor tendencia a ser clientes de cajas en exclusiva.

VI. CRITERIOS DE SELECCION DE PRODUCTOS FINANCIEROS

La inversión en productos financieros está gobernada por la contemplación simultánea de un número de dimensiones/aspectos. Normalmente se barajan aspectos como la liquidez, la rentabilidad, la seguridad, etc. de la inversión en la toma de decisiones respecto a qué producto financiero comprar.

En el estudio de coyuntura de julio de 1991, se han introducido una serie de indicadores que permiten no sólo determinar qué dimensión es más importante al tomar decisiones de inversión, sino también estimar el impacto de cada dimensión en la probabilidad de inversión de un modo cuantitativo.

Las dimensiones/aspectos de la inversión van referidas a un producto concreto —depósito a plazo o libreta a la vista, o cuenta especial— y el análisis se centra en los siguientes aspectos:

1. Liquidez.
2. Rentabilidad.
3. Inversión mínima necesaria.
4. Gastos y comisiones.
5. Institución financiera que ofrece la inversión.

Como puede verse en el cuadro núm. 17, la *rentabilidad* es el aspecto prioritario en la inversión, seguida de la liquidez; a un nivel bastante más se-

CUADRO NUM. 18
VARIABLES UTILIZADAS

VARIABLES INDEPENDIENTES

1. Institución financiera

Códigos: -1 = B. extranjero
0 = Banco país.
+1 = Caja de Ahorros

2. Cobro de la gestión

Códigos: 0 = Si cobra.
1 = No cobra.

3. Saldo mínimo exigido

Códigos: -1 = Un millón.
0 = 500.000.
+1 = 250.000.

4. Rentabilidad

Códigos: -1 = 7%.
0 = 9%.
+1 = 11%

VARIABLE DEPENDIENTE

Probabilidad de invertir en el producto en una escala de 0 a 10.

cundario, aparecen la *inversión mínima* y los *gastos y comisiones*, y en último lugar, la *institución* concreta que oferta el producto.

Dicho de otro modo, el consumidor vasco no da apenas importancia a qué institución financiera ofrezca el producto, sino que se fija, ante todo, en la rentabilidad del mismo y en la liquidez. El orden de preferencia —rentabilidad, liquidez, gastos, inversión necesaria, institución— se mantiene para todos los segmentos poblacionales estudiados, lo que parece indicar que no existen diferencias en la población al respecto.

Se ha efectuado un análisis *conjunto* para cuantificar el efecto de cada dimensión y para poder deducir mejor las diferencias entre distintos segmentos poblacionales. Las variables independientes y

dependientes utilizadas en el análisis aparecen en el cuadro núm. 18; conviene recordar al respecto que la variable dependiente es la probabilidad de invertir en un producto específico (una supercuenta con características específicas).

A escala de *población total*, esta probabilidad depende del cobro de la gestión (gastos), de la rentabilidad y del saldo mínimo necesario para esta inversión; *no depende del tipo de institución*. Dicho de otro modo, al inversionista vasco le da igual que la supercuenta sea ofertada por una caja, por un banco del país o por un banco extranjero. En ningún caso aumenta o disminuye la probabilidad de invertir en dicha supercuenta.

Rentabilidad y gastos (cobro de gestión y servicios) son los aspectos más importantes para invertir. Así, pasar de un 9 por 100 de rentabilidad a un 11 por 100 supone incrementar la probabilidad de inversión en 0,6 (en una escala del 0 al 10); no cobrar la gestión o los servicios incrementa esta probabilidad en un 0,72.

Por el contrario, cobrar los servicios o gestión reduce la probabilidad de inversión en un 0,72, lo que significa que para compensar este cobro de servicios la rentabilidad tendría que aumentar al menos en 2 puntos.

El saldo mínimo necesario tiene un impacto sobre la probabilidad de inversión más reducido, aumentando ésta en un 0,31 cuando el saldo mínimo pasa de 500.000 a 250.000. Incrementar el saldo mínimo tiene, naturalmente, el efecto contrario.

Una reducción del saldo mínimo necesario y un aumento de dos puntos de la rentabilidad compensaría por el cobro de la gestión y de los servicios.

En el cuadro núm. 19, además de la relación entre probabilidad de inversión y las dimensiones señaladas para la población total, se presenta también aquella para diferentes niveles de renta, edades y tipo de clientes.

El análisis de las rectas de regresión que relacionan probabilidad de invertir con las diferentes variables independientes (características de la inversión) de los tres segmentos de renta permite deducir algunas conclusiones interesantes:

1) Para las personas de rentas altas, todos los factores o variables independientes tienen importancia; entre las personas de rentas bajas, sólo dos de las cuatro variables independientes tienen relevancia.

2) Para los tres segmentos de renta contemplados, la variable más importante es el cobro de la gestión o servicio; en los tres casos, cobrar los servicios reduce la probabilidad de invertir entre 0,72 y 1,14. Cuanto menor es la renta, más importancia tiene esta variable; es decir, el cobro de la gestión reduce la probabilidad de invertir más entre los entrevistados de niveles bajos de renta.

3) También es común en los tres niveles de renta la importancia dada a la rentabilidad (segundo factor en importancia). Esta tiene prácticamente el mismo efecto en los tres niveles.

4) Para los niveles de renta baja, sólo importa el cobro o no de los servicios y la rentabilidad; en los niveles intermedios, también es importante el saldo mínimo necesario y, por último, en el segmento de renta alta, se añade, asimismo, la institución financiera. Es decir, para las personas de ingresos elevados es importante el tipo de institución finan-

CUADRO NUM. 19
RECTAS DE REGRESIÓN RESULTANTES

1. Población total Probabilidad de inversión =	$4 + 0,72 \text{ cobro de gestión} + 0,6 \text{ rentabilidad} + 0,31 \text{ saldo mínimo.}$
2. Población renta alta Probabilidad de inversión =	$4,6 + 0,72 \text{ cobro de gestión} + 0,69 \text{ rentabilidad} + 0,47 \text{ institución financiera} + 0,22 \text{ saldo mínimo.}$
3. Población renta media Probabilidad de inversión =	$4,5 + 0,94 \text{ cobro de gestión} + 0,80 \text{ rentabilidad} + 0,19 \text{ saldo mínimo.}$
4. Población renta baja Probabilidad de inversión =	$4,7 + 1,14 \text{ cobro de gestión} + 0,79 \text{ rentabilidad}$
5. Población de - 30 años Probabilidad de inversión =	$4,3 + 1 \text{ rentabilidad} + 0,98 \text{ cobro gestión} + 0,60 \text{ saldo mínimo.}$
6. Población de 30 a 50 años Probabilidad de inversión =	$4,2 + 0,91 \text{ cobro de gestión} + 0,61 \text{ rentabilidad} + 0,37 \text{ saldo mínimo.}$
7. Población de + 50 años Probabilidad de inversión =	$3,8 + 0,57 \text{ rentabilidad} + 0,31 \text{ institución financiera.}$
8. Población cliente de caja Probabilidad de inversión =	$3,8 + 0,62 \text{ cobro de gestión} + 0,56 \text{ rentabilidad} + 0,35 \text{ saldo mínimo} + 0,35 \text{ institución financiera.}$
9. Población cliente mixto Probabilidad de inversión =	$4,3 + 0,82 \text{ cobro de gestión} + 0,76 \text{ rentabilidad} + 0,34 \text{ saldo mínimo.}$

ciera que ofrece el producto; prefieren una caja a un banco del país, y éste a un banco extranjero.

Las diferencias entre los tres segmentos de edad utilizados —menos de 30 años, de 30 a 50 y más de 50— son también interesantes.

Sólo a la población de más de 50 años le importa el tipo de institución financiera que oferta el producto; ni para los de menos de 30 años ni para los grupos de edad intermedia tiene relevancia este dato.

Por otra parte, la *rentabilidad* es el factor más importante para las personas mayores o jóvenes, pero no para el grupo de edad intermedia, que coloca el cobro o no de los servicios en primer lugar.

La necesidad de un saldo mínimo es importante tanto para los jóvenes como para el grupo de edad intermedia. En el segmento joven, este factor es casi tan importante como el cobro de la gestión, y además tiene el doble de importancia que entre las personas de edad intermedia.

Por último, el análisis se ha hecho también para los clientes exclusivamente de cajas y para los clientes mixtos.

Para *los clientes de cajas*, el factor más importante es el cobro o no de la gestión, seguido de la rentabilidad. El saldo mínimo necesario y el tipo de institución son importantes, pero su importancia es la mitad que la de los factores anteriores.

Para *los clientes mixtos*, el tipo de institución financiera no tiene relevancia; obviamente, el cliente mixto escoge el producto por sus características, y no por la organización que lo avala. El cobro de la gestión y la rentabilidad son los aspectos más importantes para este tipo de cliente, y sólo muy secundariamente el saldo mínimo necesario.

El cuadro núm. 19 permite calcular la probabilidad de que un producto específico sea o no aceptado por un segmento poblacional determinado. Así, una supercuenta lanzada por una caja, cuyas características fuesen: saldo mínimo de 500.000 pesetas; rentabilidad del 9 por 100, y sin cobro de la gestión, tendría una probabilidad de ser aceptada por las personas de ingresos elevados de 0,579; por

las personas de rentas medias, de 0,544, y de 0,584 por las de rentas bajas.

Si ese mismo producto fuera ofertado por un banco extranjero, sólo se vería afectada la probabilidad de inversión de las personas de ingresos altos, que descendería a 0,539.

El cálculo de las probabilidades de inversión para diferentes productos específicos permite ver que, realmente, éstas no son altas más que cuando las características del producto son muy ventajosas. Así, en el caso de un interés del 11 por 100, sin cobro de la gestión y con saldo mínimo de 250.000 pesetas, la probabilidad de inversión es la siguiente:

	Probabilidad (Escala de 0 a 1)
Rentas altas	0,67
Rentas medias	0,64
Rentas bajas	0,66

NOTA

(*) En este trabajo, se analizan los datos resultantes de una encuesta realizada en el País Vasco sobre distintos aspectos relacionados con el ahorro. La ficha técnica es la siguiente:

ENCUESTA DE COYUNTURA DEL CONSUMIDOR DE LA COMUNIDAD AUTÓNOMA DEL PAÍS VASCO

Universo: Hogares de la Comunidad Autónoma del País Vasco.

Muestra: 750, repartida entre los tres territorios históricos. El error muestral global es de $\pm 3,6$ para porcentajes del 50 por 100 con un nivel de confianza del 95 por 100. La selección de la muestra se llevó a cabo mediante el procedimiento de ruta aleatoria.

Trabajo de campo: Realizado por ARALDI en el mes de diciembre de 1991, con una supervisión del 15 por 100.

Análisis de datos: Mediante el programa SPSS realizado por ARALDI.

Dirección y coordinación: Elaboración del cuestionario, diseño muestral y plan de análisis realizado por Francisco Alvira Martín.

EL CONCIERTO ECONOMICO Y LA REFORMA. POSICION DEL PAIS VASCO(*)

INTRODUCCION

El País Vasco dispone del actual Concierto Económico (históricamente es el noveno Concierto Económico) desde 1981. Ello implica que, para bien o para mal, recaudamos nuestros tributos a riesgo unilateral. El Concierto es el instrumento legal a través del cual se regulan las relaciones de orden tributario y financiero entre el Estado y el País Vasco, y en esencia supone que las instituciones del País Vasco regulan y recaudan sus ingresos públicos para financiar su actividad pública y aportan al Estado, en concepto de Cupo, una contribución para financiar las cargas del Estado no asumidas por la Comunidad Autónoma del País Vasco.

La autonomía tributaria es tanto normativa como gestora ("Las instituciones competentes podrán mantener, establecer y regular, dentro de su territorio el régimen tributario...") según el Concierto Económico.

Una de las principales características del Concierto es el reconocimiento de potestad tributaria a las instituciones competentes de los territorios históricos. Esta autonomía normativa no significa que los sistemas tributarios de los territorios históricos tengan que ser necesariamente diferentes al sistema tributario estatal. Por el contrario, los regímenes forales deben respetar la estructura general impositiva del Estado. No obstante, dentro de su ámbito competencial, las instituciones del País Vasco han utilizado las competencias que tienen y han realizado una política tributaria para lograr los objetivos políticos previamente definidos como prioritarios.

La política tributaria seguida en el País Vasco, en estos 10 años de Concierto Económico, han

(*) Esta nota es una síntesis de la intervención de Juan Miguel Bilbao Garay en el Seminario sobre el Sistema Financiero Vasco, celebrado en San Sebastián, septiembre de 1991, en los X Cursos de Verano de la Universidad del País Vasco.

dado lugar a dos fenómenos que resumo brevemente:

- Las especificidades fiscales del País Vasco (incentivos fiscales a la inversión, actualización de balances, E.P.S.V., deducciones específicas por gastos personales en el IRPF, impuesto sobre sucesiones y donaciones, etcétera).
- Los recursos contenciosos de la Administración del Estado contra la normativa foral propia que recogía o establecía alguna especificidad, por irrelevante que ésta fuera, en base al artículo 4. del Concierto Económico.

Las sentencias de los tribunales contencioso-administrativos han sido, hasta ahora, favorables a las competencias normativas del País Vasco en materia tributaria.

Por otro lado, de acuerdo con el propio Concierto Económico, todas las modificaciones importantes que se introduzcan en el sistema tributario tienen que ser pactadas.

Por tanto, una vez que se han aprobado las leyes 18/1991, de 6 de junio, del IRPF, y 19/1991, del Impuesto sobre Patrimonio, los territorios históricos del País Vasco procederán a su adaptación a la normativa foral. Actualmente, los borradores de norma foral están ya prácticamente elaborados.

La posición del País Vasco es diferente según los impuestos de que se trate, ya que dispone de distinto grado de capacidad normativa para alterar la regulación de los tributos concertados.

IMPUESTO SOBRE EL PATRIMONIO

El artículo 16 del Concierto Económico recoge la normativa aplicable y los puntos de conexión de este impuesto.

- Es un tributo concertado de normativa autónoma.

- Se exigirá por las Diputaciones Forales o por el Estado según que el contribuyente esté sujeto a él por IRPF a una u otra Administración, con independencia del territorio donde radiquen los elementos patrimoniales objeto de tributación.

- No obstante, durante la vigencia del presente Concierto —es decir, hasta el 31-12-2001 (quedan por tanto 10 años)—, se aplicarán las normas reguladoras vigentes en territorio común, excepto modelos, plazos y modalidades de ingreso.

Por tanto, en relación al impuesto sobre el patrimonio, se procederá a una simple adaptación de éste en los mismos términos que en la Ley 19/1991, de 6 de junio. No hay especificidades en relación con este impuesto.

IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS

El margen de maniobra en este impuesto es bastante amplio. Es un impuesto de normativa autónoma. El País Vasco puede mantener, establecer y regular dentro de su territorio, diversos aspectos, como:

- La regularización y actualización de los valores de los activos fijos afectos al ejercicio de actividades empresariales.

- Planes especiales, y coeficientes máximos y mínimos de amortización.

- Evaluación de rendimientos en el Régimen de Estimación Objetiva Singular (índices, módulos ... de la EOS). Mención a la reforma. La EOS afecta a más de tres millones de pequeños empresarios.

- Modelos y plazos de presentación de autoliquidaciones y modalidades de ingreso.

- Deducciones en concepto de gastos personales.

- Deducciones por donativos.

- Inversiones en activos fijos materiales con ciertos requisitos.

Habrà que estar pendientes por tanto, de las adaptaciones que realicen las diputaciones forales, en coordinación con el Gobierno vasco, en todas estas cuestiones, una vez publicada la nueva Ley del IRPF de las Cortes Generales. También puede ser necesaria la adaptación de algún punto de conexión del Concierto Económico, como el de residencia habitual.

NOVEDADES EN EL REGIMEN TRIBUTARIO DEL AHORRO FAMILIAR INVERTIDO EN PRODUCTOS FINANCIEROS Y VIVIENDA

Joaquín SOTO GUINDA
Fernando PEREZ-OLIVARES HINOJOSA

ALCANCE Y PROPOSITOS

El presente trabajo es un resumen de la ponencia presentada en el X Curso de Verano de la Universidad del País Vasco y expone las novedades más sobresalientes introducidas, a partir de 1 de enero de 1992, en la tributación del ahorro financiero —y, en menor medida, de la vivienda propia— por la Ley 18/1991 del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y por la Ley 19/1991, de la misma fecha, relativa al Impuesto sobre el Patrimonio.

Los propósitos básicos de las modificaciones impositivas introducidas a partir de 1992 (esto es, para las declaraciones a presentar en 1993) en la tributación de los productos financieros son: impulsar el nivel de ahorro interno y evitar que el ahorro afluya a los mercados extranjeros. Para ello, se introducen los planes de ahorro popular, se configura un mínimo exento para los rendimientos del capital, se suaviza el tratamiento de los incrementos de patrimonio y se mejora el régimen de los planes de pensiones.

La exposición de estas novedades centrará el contenido fundamental de este trabajo en lo que al IRPF se refiere. Las variaciones en el impuesto sobre el patrimonio, que principalmente interesa contemplar, aluden a una nueva valoración de la vivienda propia, de los depósitos en instituciones financieras y de las participaciones en el capital social no cotizadas en mercados oficiales.

Parece oportuno reseñar, por ser relevante para las economías familiares que invierten en productos financieros o en vivienda, que la nueva Ley consagra y refuerza el principio de tributación individual o separada, aun ofreciendo la opción por la tributación conjunta, y establece al efecto una doble tarifa para atender a cada uno de los dos supuestos.

I. VARIACIONES INTRODUCIDAS EN LA TRIBUTACION DE LOS RENDIMIENTOS DEL CAPITAL

1. Del capital mobiliario

1.1. *Panorama general*

En este ámbito, las dos novedades más destacables de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF, son, por una parte, la creación de los que la propia ley denomina planes de ahorro popular, cuyos rendimientos quedan excluidos de tributación, y, por otra, la fijación de un mínimo exento, por debajo del cual los rendimientos del capital mobiliario no forman parte de la base imponible. Novedad de menor entidad es la exclusión del término "título" o "documento" en la definición de los rendimientos implícitos, que es sustituido por el más amplio, y más adecuado a la realidad, de "valores".

Pero han de citarse también otras variaciones en el tratamiento de los rendimientos del capital que ofrecen interés, como las deducciones de intereses de préstamos y la introducción de retención en la fuente para el "cupón corrido" de la deuda pública en determinado caso.

1.2. *Planes de ahorro popular*

Constituye principal novedad de la Ley 18/1991, en cuanto al tratamiento de los rendimientos del capital mobiliario, la exención de los derivados de los planes de ahorro popular, que deben cumplir los siguientes requisitos (artículo 37.Dos):

a) Permanencia de las cantidades invertidas durante un período mínimo de cinco años, a contar desde su imposición.

b) La inversión total en activos de esta naturaleza no puede superar la cuantía de diez millones de pesetas por sujeto pasivo.

c) La inversión anual no puede exceder de un millón de pesetas por sujeto pasivo.

d) La inversión anual debe financiarse con renta del ejercicio.

e) Cada sujeto pasivo sólo pueden ser titular de un plan de estas características.

f) Los planes deben autorizarse de acuerdo con la normativa reglamentaria de desarrollo.

Los planes de ahorro popular pueden materializarse en contratos de seguro y en valores o títulos públicos, en las condiciones que se determinen reglamentariamente. Hasta el momento, no se ha dictado el oportuno reglamento.

La consecuencia tributaria del régimen especial previsto para estos planes es que los rendimientos derivados de las inversiones en ellos están exentos en el IRPF y no quedan sujetos a retención en la fuente. No obstante, si, con anterioridad al plazo de cinco años indicado en la letra a), se dispone de las cantidades invertidas, los rendimientos correspondientes a la cantidad dispuesta pierden la exención y tributan, en su caso, como renta irregular. Estas rentas irregulares tributarán no al tipo marginal, sino al tipo medio o, en el caso de que el conjunto de las rentas irregulares sea el doble de la base liquidable regular, al tipo medio resultante de aplicar la escala a la base liquidable irregular. Debe practicarse, asimismo, por la entidad financiera correspondiente la oportuna retención a cuenta, que se detraerá de la cantidad dispuesta. A estos efectos, se entiende que las cantidades retiradas son las últimas que hayan sido invertidas, y que el tipo de retención a aplicar es el que corresponda al momento en que se produzca la disposición.

1.3. *Mínimo exento*

Los rendimientos netos del capital mobiliario (es decir, una vez deducidos de los rendimientos íntegros los gastos admisibles fiscalmente) se minoran en 25.000 pesetas anuales por sujeto pasivo, sin que, como consecuencia de esta disminución, los rendimientos netos a computar en la base imponible puedan resultar negativos (artículo 39.Tres, de la Ley 18/1991).

Se trata de un mínimo de exención, particularmente favorable para el pequeño ahorro materializado en productos financieros, que no puede comportar un rendimiento neto del capital mobiliario de signo negativo. Las retenciones efectuadas sobre las rentas del capital se deducirán de la cuota líquida del IRPF para determinar la cuota diferencial a ingresar, aun cuando el rendimiento neto computado fuera cero por razón de la referida deducción de 25.000 pesetas.

1.4. *Otras modificaciones de significación*

a) *Rentas vitalicias*

Tienen la consideración de rendimientos del capital mobiliario las rentas vitalicias y temporales

procedentes de la imposición de capitales, siempre que su constitución no se haya realizado a título gratuito, bien *inter vivos*, bien *mortis causa*.

La cuantificación del rendimiento de las rentas vitalicias a efectos tributarios se efectuaba hasta ahora en función del número de años del contrato. Con la nueva Ley, el rendimiento del capital mobiliario se cifra según un porcentaje determinado en función de la edad del rentista en el momento de la constitución del derecho. El porcentaje permanece constante durante la duración del contrato vitalicio, y es del (artículo 37.Uno.3.e.):

— 70 por 100, cuando el perceptor tenga menos de 50 años;

— 50 por 100, cuando el perceptor tenga entre 50 y 59 años;

— 40 por 100, cuando el perceptor tenga entre 60 y 69 años;

— 30 por 100, cuando el perceptor tenga más de 69 años.

Tratándose de rentas temporales sujetas a este impuesto, se considera rendimiento del capital mobiliario el 60 por 100 de su importe.

b) *Resultados del partícipe no gestor*

Con anterioridad, éstos se configuraban como rendimientos del capital derivados de la cesión de capitales a terceros, en tanto que la Ley 18/1991 establece que tales resultados seguirán el régimen de los rendimientos obtenidos por la participación en fondos propios de cualquier tipo de entidad (artículo 37.Uno.1, último párrafo).

c) *Rendimientos de operaciones de seguro y capitalización*

Aun cuando no comporte una alteración efectiva del régimen que venía aplicándose, el texto legal explícita (artículo 37.Uno.f) que se consideran rendimientos del capital mobiliario los procedentes de operaciones de capitalización y los derivados de contratos de seguro que no incorporen el componente mínimo de riesgo y duración que se determine reglamentariamente.

d) *Gastos deducibles de los rendimientos íntegros del capital mobiliario*

Tras la Ley 18/1991, tienen la consideración de gastos deducibles para la determinación del rendimiento neto del capital mobiliario, exclusivamente, los de administración y custodia.

No obstante, para los rendimientos derivados de la prestación de asistencia técnica y del arrendamiento de bienes muebles, negocios o minas, son deducibles de los rendimientos íntegros los gastos necesarios para la obtención y el importe del deterioro sufrido por los bienes de que los ingresos procedan.

En definitiva, desaparece, a partir de 1992, la deducción hasta 100.000 pesetas por razón de intereses de préstamos para la adquisición de bienes productores de rendimientos del capital mobiliario que venía admitiéndose.

e) "*Cupón corrido*" de la deuda pública

A fin de evitar determinadas operaciones de "lavado de cupón" para evitar la tributación de la variación patrimonial resultante al vencimiento de los títulos, la Ley 18/1991 (disposición adicional 15^a) configura como rendimiento del capital mobiliario, y somete a retención, la parte del precio equivalente al cupón corrido en las transmisiones de valores de la deuda del Estado con rendimiento explícito, cuando éstas se efectúen a favor de no residentes con derecho a devolución de las retenciones y tengan lugar dentro de los 30 días inmediatamente anteriores al vencimiento del cupón.

f) *Rentas en especie*

A fin de evitar innecesarios confusionismos, ha de señalarse que no existe realmente innovación en la Ley 18/1991 en esta materia, ya que la normativa en vigor hasta 1992 sometía a gravamen los rendimientos del capital en dinero, o en especie, de manera próxima a como lo hace el artículo 37 de la nueva Ley.

2. Del capital inmobiliario (vivienda propia).

2.1. *Deducción de intereses de préstamos para su adquisición*

Frente a la situación anterior (admisibilidad de la deducción de los intereses de los capitales ajenos invertidos en la adquisición o mejora de bienes inmuebles urbanos no arrendados —constituyeran o no vivienda habitual— con el límite de 800.000 pesetas en tributación individual y de 1.600.000 pesetas en tributación conjunta), el artículo 35 de la nueva Ley especifica que la deducción de tales intereses en inmuebles no arrendados quedará limitado al caso de que éstos constituyan la vivienda habitual del sujeto pasivo y hasta un máximo de 800.000 pesetas anuales (un millón en el caso de tributación conjunta).

2.2. *Rendimiento íntegro*

El artículo 34.b de la Ley 18/1991 mantiene la fijación del rendimiento íntegro de las viviendas propias en el 2 por 100 del valor a computar en el impuesto sobre el patrimonio pero establece posteriormente (disposición transitoria sexta) que, cuando se produzca la revisión de los valores catastrales según prevé la Ley de Haciendas Locales, la correspondiente Ley de Presupuestos Generales del Estado reducirá dicho tipo del 2 por 100 y establecerá, asimismo, un cierto importe co-

mo mínimo exento para los bienes inmuebles urbanos no arrendados o subarrendados.

II. MODIFICACIONES EN EL REGIMEN DE INCREMENTOS DE PATRIMONIO Y EN LA MECANICA LIQUIDATORIA DEL IMPUESTO

1. *Reseña del conjunto de modificaciones*

1.1. *Cuantificación y gravamen*

Los incrementos de patrimonio gozan de un régimen más favorable bajo la nueva legislación (artículos 44 a 51 de la Ley 18/1991). La principal novedad consiste en la sustitución de los tradicionales coeficientes actualizadores del valor de adquisición por un sistema que reduce los incrementos y disminuciones de patrimonio gravados en función del tiempo de permanencia del elemento patrimonial en el patrimonio del sujeto pasivo, de suerte que, transcurrido un determinado lapso temporal, que varía según los elementos patrimoniales de que se trate, quedan exonerados de gravamen; asimismo, se sustituye la anualización del incremento o disminución patrimonial a efectos de la aplicación de la escala por un sistema más simple de tributación como renta regular o irregular.

1.2. *Otras modificaciones de importancia*

A) La declaración de no sujeción para los incrementos netos de patrimonio puestos de manifiesto en transmisiones onerosas, cuando el importe total de éstas durante el año natural no exceda de 500.000 pesetas (artículo 44.Uno). Adviértase que, al operar como no sujeción en lugar de como exención, no queda exonerada porción alguna del incremento de patrimonio si el conjunto de las transmisiones efectuadas en el año por el sujeto pasivo excede de las repetidas 500.000 pesetas.

B) La no sujeción de la conocida como "plusvalía del muerto" en todos los supuestos, ya que las transmisiones *mortis causa* efectuadas a partir de 1 de enero de 1992 no dan lugar a incrementos o disminuciones de patrimonio sometidas al IRPF (artículo 44.Cinco.a).

C) La no sujeción de los incrementos de patrimonio derivados de la transmisión de su vivienda habitual por las personas mayores de 65 años, a cambio de la constitución de una renta vitalicia a su favor.

D) La equiparación de los tipos de gravamen para los incrementos de patrimonio generados por donaciones y los producidos por transmisiones onerosas (artículo 75).

E) Frente a su actual consideración como variación, normalmente disminución, patrimonial por la diferencia entre el valor de adquisición de las acciones y el valor que se recibe, el artículo 44.Cuatro.d especifica que, en las reducciones de capital con devolución de aportaciones, tributará como rendimiento de capital mobiliario, no como incremento de patrimonio, el eventual exceso entre el importe de la devolución de aportaciones y el valor de adquisición de los valores aceptados.

F) La consagración del sistema FIFO, frente al coste medio, para la determinación del valor de transmisión de valores representativos de la participación en fondos propios cuando éstos no estén admitidos a cotización en alguno de los mercados secundarios oficiales (artículo 48.Dos).

G) La especificación de la exención para las percepciones por daños físicos o psíquicos, derivadas de contratos de seguro, hasta 25 millones de pesetas (artículos 9.Uno.e y 48.Uno.i).

H) La introducción —junto al precio de cotización— del precio pactado para determinar el valor de transmisión de títulos valores cotizados; y la elevación del 8 por 100 al 12,5 por 100 de la tasa de capitalización de los beneficios societarios para determinar el valor que ha de prevalecer en la transmisión onerosa de valores no admitidos a negociación en los mercados oficiales.

I) El establecimiento de una retención del 10 por 100 a cuenta por el adquirente para los no residentes que enajenen bienes inmuebles. No obstante, los bienes inmuebles adquiridos con más de 20 años de antelación a la fecha de la transmisión, y que no hayan sido objeto de mejoras durante ese tiempo, no estarán sujetos a esta retención. Idéntica regla se establece para el impuesto sobre sociedades, al añadir la disposición adicional 5ª de la Ley 18/1991 un apartado cinco al artículo 23 de la Ley de este último impuesto.

2. Importe de los incrementos y disminuciones de patrimonio

Según se ha anticipado, la Ley 18/1991 establece como criterio, para determinar el importe de las ganancias o pérdidas de capital sometidas a tributación, el de reducción porcentual de su cuantía inicial en función del número de años de permanencia del bien en el patrimonio del sujeto pasivo, de modo que las obtenidas a largo plazo no quedan sujetas al IRPF.

En efecto, hay que distinguir los incrementos o disminuciones de patrimonio que proceden de bienes o derechos adquiridos con más o menos de dos años de antelación a la fecha de la transmisión. Tal número de años se computa tomando el que media entre las fechas de adquisición y transmisión redondeado por exceso.

Los incrementos o disminuciones de patrimonio que procedan de elementos adquiridos con menos de dos años de antelación a la fecha de la variación patrimonial se toman por su importe. Los derivados de bienes o derechos poseídos por más de dos años se reducen en la medida siguiente:

a) Con carácter general, el incremento o disminución patrimonial se reduce en un 7,14 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos.

b) Tratándose de acciones admitidas a negociación en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores previstos en la Ley del Mercado de Valores, con excepción de las acciones representativas del capital social de sociedades de inversión mobiliaria, el incremento o disminución patrimonial se reduce en un 11,11 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos.

c) Tratándose de bienes inmuebles, derechos sobre éstos o valores de las sociedades, fondos, asociaciones y otras entidades cuyo activo esté constituido al menos en su 50 por 100 por inmuebles situados en territorio nacional, el incremento o disminución patrimonial se reduce en un 5,26 por 100 por cada año de permanencia que exceda de dos.

En consecuencia, no quedan sujetos al IRPF, a partir de 1992, los incrementos patrimoniales, ni son compensables las disminuciones, cuando el período de permanencia en el patrimonio del sujeto pasivo de los bienes o derechos antes reseñados sea superior a quince, diez o veinte años, respectivamente.

La Ley 18/1991 prevé asimismo que, en el supuesto de existir mejoras en los elementos patrimoniales transmitidos, ha de distinguirse la parte del valor de enajenación que corresponda a cada integrante de ellos, a efectos de aplicar a cada componente del incremento de patrimonio las reglas anteriormente indicadas sobre reducción porcentual de la variación patrimonial a computar por años de permanencia en el patrimonio del sujeto pasivo que correspondan a cada tipo de elemento patrimonial.

3. Incrementos de patrimonio regulares e irregulares, compensación y mecánica liquidatoria

Aunque la técnica seguida por la Ley 18/1991 para liquidar el nuevo IRPF afecta a todos los componentes de la base imponible, y no sólo a las variaciones patrimoniales, su consideración es fundamental a efectos de describir el tratamiento de los incrementos y disminuciones de patrimonio, y por eso debe ser objeto de consideración, siquiera sea somera.

La mecánica liquidatoria (*vid.* artículos 57 a 67) parte de diferenciar dos clases de renta: regular e

irregular. La renta irregular está constituida por los rendimientos que se obtienen de forma notoriamente irregular en el tiempo o con período de generación plurianual, así como los incrementos o disminuciones de patrimonio cuyo período de maduración es superior a un año. No tienen, por el contrario, la consideración de rentas irregulares los rendimientos negativos plurianuales de actividades empresariales ni los incrementos de patrimonio que procedan del ejercicio de actividades empresariales o profesionales, por lo que se integran y compensan con los rendimientos regulares. La Ley define, en cambio, la renta regular por exclusión: la que no merezca la consideración o el tratamiento de renta irregular; por tanto, los incrementos y disminuciones de patrimonio que se pongan de manifiesto con ocasión de transmisiones de elementos patrimoniales adquiridos con un año o menos de antelación quedan calificados tributariamente como variaciones patrimoniales regulares y forman parte de la denominada renta regular, aun cuando, como se amplía a continuación, sólo pueden integrarse y compensarse entre sí, no —siendo de signo negativo— con los rendimientos regulares propiamente dichos.

Las rentas irregulares se analizan únicamente en el caso de ser rendimientos del trabajo, del capital o irregulares positivas de actividades empresariales o profesionales, tratándose el cociente de la anualización como renta regular. Por tanto, las variaciones patrimoniales irregulares no son objeto de anualización, a diferencia de lo hasta hoy establecido, dada su prevista reducción porcentual en función del número de años de permanencia para cifrar el importe sometido a tributación.

Las rentas regulares e irregulares no se compensan entre sí, sino que son objeto de tratamiento separado, distinguiéndose, por tanto, en la base imponible dos componentes: regular e irregular positivo; y cada uno de estos dos componentes se obtienen de la respectiva integración y compensación de la renta regular, por un lado, y de la irregular, por otro.

Es decir, dentro de las rentas regulares, las imputaciones de sociedades transparentes de signo negativo y las variaciones patrimoniales, también de signo negativo, no se compensan con otro tipo de rentas regulares y, en caso de tener un signo global negativo, pueden compensarse en el propio período impositivo o durante los cinco años siguientes con, respectivamente, las imputaciones de sociedades transparentes y las variaciones patrimoniales irregulares de signo positivo. Por el contrario, los rendimientos regulares negativos y la parte anualizada de los rendimientos irregulares negativos (recuérdese: sólo del trabajo, del capital o de actividades empresariales y profesionales) se compensan sin limitación, entre sí y con las impu-

taciones positivas de sociedades transparentes y las variaciones patrimoniales regulares positivas.

En definitiva, la renta regular —que constituye la parte regular de la base imponible— es el resultado de sumar algebraicamente las siguientes partidas: el saldo —positivo o negativo— que presenten los rendimientos regulares y las bases imponibles positivas imputadas de sociedades transparentes; el saldo positivo de la integración y compensación entre sí de las variaciones patrimoniales regulares; el cociente anualizado de signo positivo de los rendimientos irregulares del trabajo, del capital o de actividades empresariales y profesionales, y el importe de los rendimientos irregulares negativos procedentes de actividades empresariales o profesionales. Como consecuencia de tal suma algebraica, la parte regular de la base imponible puede resultar positiva o negativa.

Dentro de las rentas irregulares, las variaciones patrimoniales y la parte no anualizada de los rendimientos plurianuales de signo negativo no se compensan siquiera entre sí y, en caso de tener un signo global negativo en el ejercicio de que se trate, sólo pueden compensarse durante los cinco años siguientes con, respectivamente, los incrementos patrimoniales irregulares y los rendimientos irregulares de signo positivo.

La renta irregular —que constituye la parte irregular de la base imponible— queda, por tanto, definida como la suma de los resultados positivos de la compensación entre rendimientos irregulares, tratados como tales, y de las variaciones patrimoniales irregulares. Precisamente por ello, la parte irregular de la base imponible nunca puede ser negativa.

En la Ley 18/1991 reaparece el término "base liquidable" de la Ley General Tributaria para designar el resultado de minorar la base imponible en determinadas partidas. La base liquidable es la magnitud a que ha de aplicarse el tipo o la escala de gravamen. Pues bien, también la base liquidable del IRPF consta de dos componentes: base liquidable regular y base liquidable irregular.

La base liquidable regular está constituida por el resultado de practicar en la parte regular de la base imponible las siguientes deducciones:

a) cantidades abonadas con carácter obligatorio a montepíos laborales y mutualidades, y aportaciones a planes de pensiones (vid. ap. 3 siguiente), y

b) las pensiones compensatorias a favor del cónyuge y las anualidades por alimentos, con excepción de las fijadas en favor de los hijos del sujeto pasivo, satisfechas ambas por decisión judicial.

La base liquidable irregular está constituida por la parte irregular de la base imponible, sin que quepa practicar de ésta deducción alguna.

En el caso de que la base liquidable regular resulte negativa, su importe puede ser compensado con el de las bases liquidables regulares positivas que obtenga el sujeto pasivo en los cinco años siguientes.

La base liquidable regular se grava a los tipos de la escala del artículo 74 de la Ley, que oscilan entre el 20 por 100 y el 53 por 100, si bien la disposición final primera habilita para que las leyes de Presupuestos Generales del Estado modifiquen, entre otros aspectos, la escala y los tipos del impuesto.

La base liquidable irregular se grava con el tipo mayor de los siguientes (artículo 75):

a) El tipo medio de gravamen obtenido para la base liquidable regular del propio período impositivo.

b) El tipo medio resultante de aplicar la escala de gravamen al 50 por 100 de la base liquidable irregular.

El establecimiento de esta disyuntiva tiene un carácter cautelar: hace tributar la renta irregular (y, en concreto, los incrementos de patrimonio irregulares) al menos al tipo medio de la escala resultante para el 50 por 100 de dicha porción de renta (en el caso extremo de que la base liquidable regular fuera cero, el tipo medio para la misma sería cero, y no lo mediaría gravamen tampoco para las rentas irregulares).

En suma, los incrementos de patrimonio no serán ya objeto de actualización monetaria para su cuantificación ni de anualización para aplicarles el tipo medio resultante para el resto de las rentas y 1-enésimo del propio incremento. A partir de 1992, si el elemento transmitido se hubiese adquirido con menos de un año de antelación, el incremento se integrará en la base liquidable regular sin ninguna reducción porcentual, y será sometido a gravamen al tipo marginal como cualquier otro rendimiento regular. Si la adquisición se efectuó hace más de un año, pero menos de dos, el incremento tampoco será objeto de reducción para cifrar su cuantía, aunque, al ser considerado como renta irregular, será objeto de gravamen al tipo medio de la escala que resulte según el artículo 75 de la Ley. En el caso de bienes adquiridos con antelación de tres o más años, opera tanto la reducción porcentual para la determinación de su importe como la norma del artículo 75 para cifrar la cuota. Recuérdese, en fin, la no sujeción para los incrementos a largo plazo (más de 10, 15 ó 20 años según el tipo de elemento).

4. Consideración como incrementos de patrimonio de los reembolsos de participaciones en fondos de inversión

Las ventajas de los reembolsos sin reducción progresiva en 15 años de la porción de incremento

de patrimonio gravado, su tributación a partir del segundo año al tipo medio de gravamen (no al marginal), salvo el supuesto ya indicado en el punto 2.3, y finalmente, la posibilidad de obtener reembolsos exentos hasta 500.000 pesetas anuales, utilizando la exención indicada en 2.1.2.1), favorecerán el auge de este tipo de instituciones.

5. Régimen transitorio de determinados incrementos o disminuciones de patrimonio

5.1. Elementos adquiridos antes de 1979

En los incrementos y disminuciones de patrimonio que se pongan de manifiesto con ocasión de transmisiones de elementos patrimoniales adquiridos con anterioridad a 1 de enero de 1979, o de derechos de suscripción procedentes de valores adquiridos antes de dicha fecha, el sujeto pasivo puede optar por considerar como valor de adquisición el de mercado a 31 de diciembre de 1978, siempre que el mismo sea superior al de adquisición, en cuyo caso se tomará como fecha de adquisición el 1 de enero de 1979 (disposición transitoria quinta).

5.2. Transmisiones con precio aplazado

Los incrementos de patrimonio puestos de manifiesto con anterioridad a 1 de enero de 1992 como consecuencia de transmisiones a título oneroso cuyo precio haya sido aplazado, en todo o en parte, quedan sometidos, cuando deban producirse cobros a partir de dicha fecha, y siempre que el sujeto pasivo no haya decidido imputarlos al momento del nacimiento del derecho, a las siguientes reglas:

a) Se determina el incremento de patrimonio que se hubiera producido con arreglo a lo establecido en la Ley 18/1991.

b) El incremento resultante se disminuye en el importe del sometido a gravamen con anterioridad a 1 de enero de 1992.

c) El resultado positivo de las operaciones de las letras a) y b) anteriores se imputa a los ejercicios en los que se produzcan los cobros, de manera proporcional a la cuantía de éstos.

d) El importe del incremento imputado a cada ejercicio se integra en la base imponible regular o irregular, según corresponda, de acuerdo con lo establecido en la Ley 18/1991, si bien, a estos efectos, sólo se consideran incrementos irregulares aquellos en los que haya resultado superior a la unidad el cociente resultante de dividir su período de generación por el número de años en que se fraccione el pago.

e) Cuando el resultado de las operaciones de las letras a) y b) arroje resto nulo o negativo, no procede gravamen alguno por la parte de incremento que se devengaría bajo la vigencia de la Ley 18/1991.

III. NOVEDADES EN LOS ESTIMULOS FISCALES AL AHORRO MATERIALIZADO EN PRODUCTOS FINANCIEROS O EN VIVIENDA HABITUAL

1. Deducciones de la base imponible regular

Si se obtienen rendimientos del trabajo y de actividades empresariales o profesionales de carácter regular, pueden deducirse las aportaciones a un plan de pensiones o/y a montepíos laborales y mutualidades de carácter obligatorio que amparen el riesgo de muerte, hasta cierto límite y en determinadas condiciones. Técnicamente, la deducción se articula en la Ley 18/1991 como reducción de la base imponible regular para determinar la base liquidable del mismo carácter. En la normativa anterior, las deducciones de este carácter operaban como gastos que minoraban los rendimientos íntegros para hallar la base imponible hasta 500.000 pesetas, y como deducción de la cuota por inversiones por el resto hasta 750.000 pesetas.

En sus efectos, se mejora para el titular del plan de pensiones y mutualistas el sistema vigente con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva Ley, ya que se eleva de 500.000 pesetas a 750.000 pesetas la cantidad susceptible de reducción de la base imponible, produciéndose simultáneamente la eliminación de la deducción del 15 por 100 de la aportación que excedía de 500.000 hasta 750.000 pesetas. Ello comporta aumentar en la práctica la cifra a deducir, a igualdad de aportación, y siempre y cuando ésta exceda de 500.000 pesetas, ya que aquélla se calcula al tipo marginal, que es siempre superior al 15 por 100.

2. Deducciones de la cuota íntegra

Como es sabido, la cuota líquida del IRPF se obtiene practicando en la íntegra las deducciones admitidas fiscalmente al efecto. Pocas novedades sustanciales introduce al respecto, en cuanto al ahorro-inversión, la Ley 18/1991; básicamente, la exclusión de deducibilidad de los contratos de seguro con capital diferido o mixto. A ello se aludirá, así como a las condiciones —prácticamente inalteradas— para la inversión en vivienda habitual. Pero, con carácter previo, debe hacerse mención de la introducción de una deducción por alquiler de vivienda.

2.1. Deducción por alquiler de la vivienda

Novedad de la Ley 18/1991 es la deducción por alquiler de la vivienda para rentas bajas (hasta 2 millones de pesetas anuales). La deducción es del 15 por 100 de las cantidades satisfechas en el período impositivo por alquiler de la vivienda habitual del sujeto pasivo, con un máximo de deducción de la cuota íntegra de 75.000 pesetas anuales.

Para poder acogerse a la deducción, se exigen simultáneamente los siguientes requisitos (artículo 78.Tres. a):

a) Que el sujeto pasivo no tenga rendimientos netos superiores a dos millones de pesetas anuales (a tres millones en el caso de declaración conjunta). Por tanto, se incluyen para determinar este límite los rendimientos regulares e irregulares, pero no los incrementos de patrimonio.

b) Que las cantidades satisfechas en concepto de alquiler excedan del 10 por 100 de los rendimientos netos del sujeto pasivo. Este límite se fija igualmente por referencia sólo a algunos componentes de la renta (rendimientos netos).

Conjugados estos requisitos con el límite de deducción de la cuota de 75.000 pesetas, el importe máximo a computar como alquileres con derecho a deducción no podrá exceder de 500.000 pesetas anuales.

Cabe entender, en fin, que en un contrato de alquiler a favor de la sociedad conyugal estos límites deben atribuirse a cada cónyuge si tributan mediante declaración separada.

2.2. Deducción por inversiones en contratos de capitalización y en vivienda propia

Según se ha anticipado, las deducciones por inversiones no experimentan variaciones importantes respecto a la Ley anterior. Dentro de las directamente relacionadas con el ahorro, puede señalarse [artículo 78.Cuatro a) y b)] que:

- En la deducción del 10 por 100 de las primas satisfechas por razón de contratos de seguro de vida, muerte o invalidez, expresamente se exceptúan las correspondientes a contratos de seguro de capital diferido o mixto, cualquiera que sea su plazo (hasta la Ley 18/1991, no se admitía la deducción sólo si la duración de aquéllos era inferior a diez años).

- Se mantienen idénticas condiciones para la deducción el 15 por 100 de las cantidades satisfechas en el ejercicio de que se trate por la adquisición o rehabilitación de la vivienda que constituya, o vaya a constituir, la residencia habitual del sujeto pasivo, y el 15 por 100 de las cantidades depositadas en las denominadas cuentas de ahorro vivienda.

También se mantiene, a partir de 1992, el régimen ya establecido para las viviendas adquiridas con anterioridad a 1990 (*vid.* disposición transitoria tercera).

Continúa siendo necesaria la justificación documental de las inversiones indicadas y el requisito limitativo de que la base del conjunto de las deducciones por inversiones, por actividades empresariales y profesionales, y por donaciones, no puede exceder del 30 por 100 de la base (liquidable a partir de 1992, imponible con anterioridad) del sujeto pasivo (artículos 79 y 80).

Se señala, en fin, que la aplicación de la exención de los intereses de los planes de ahorro popular y de las deducciones por inversiones (salvo la deducción por gastos de conservación de bienes inscritos en el Registro de Interés Cultural) requiere —ya se exigía anteriormente para la deducción de inversiones— que el importe comprobado del patrimonio del sujeto pasivo al finalizar el período de la imposición exceda del valor al comienzo del mismo, al menos, en la cuantía de las inversiones realizadas (artículo 81). A estos efectos, debe tenerse presente que no se computan los incrementos o disminuciones de valor experimentados durante el período impositivo por los bienes que al final de éste sigan formando parte del patrimonio del contribuyente.

IV. IMPUESTO SOBRE EL PATRIMONIO

1. Consideraciones previas

El impuesto sobre el patrimonio se configura en la Ley 19/1991, de 6 de junio, como un impuesto de carácter ordinario y de naturaleza directa e individual sobre el patrimonio de las personas físicas, en el que, como ya hizo la Ley 20/1989, se excluye la tributación conjunta. La aplicación estrictamente individual se ha reforzado eliminando las reducciones de la base imponible por razones familiares que vienen siendo de aplicación hasta el período impositivo de 1991 inclusive. Se entiende, en efecto, que el hecho imponible de este tributo, al recaer sobre la titularidad de bienes y derechos, resulta separable del hecho familiar. Las innovaciones más significativas de la Ley 19/1991 se centran en los criterios de valoración de los elementos patrimoniales, en la tarifa del impuesto y en el establecimiento de un gravamen mínimo.

2. Novedades en el hecho imponible

La novedad se circunscribe básicamente a la exención del ajuar doméstico, incluyéndose de tal definición las joyas, pieles de carácter suntuario, vehículos, embarcaciones, aeronaves, objetos de

arte y antigüedades que, por lo mismo, seguirán incluyéndose en el hecho y en la base imponible del impuesto cualquiera que sea su valor unitario (artículo 4º. Cuatro. Ley 19/1991).

También exonera la nueva Ley de gravamen los derechos consolidados de los partícipes en un plan de pensiones (artículo 4º. Cinco). Ciertamente, no es una novedad, porque, como se expresó en el capítulo anterior, ya venía admitiéndose su exclusión en la base en función de la Ley 8/1987, tal y como resaltaba la exposición de motivos del Real Decreto 1307/1988.

De igual modo, y aunque tampoco sea novedad propia de la Ley 19/1991, se explicita la exención para los valores emitidos por las personas físicas o jurídicas no residentes que no operen con establecimiento permanente en España cuyos rendimientos estén exentos del IRPF por pertenecer a no residentes, consecuencia lógica para un tratamiento homogéneo en ambos tributos (artículo 4º. Siete).

Por su parte, el artículo 8º de la Ley 19/1991 establece (en la sección dedicada a "Atribución e imputación de patrimonio") que, en la adquisición de bienes o derechos con contraprestación aplazada o con pacto de reserva de dominio, el elemento patrimonial se imputa íntegramente a quien tenga el derecho de propiedad. Los derechos de crédito y obligaciones que aparecen en este tipo de operaciones se imputan a sus titulares. A estos efectos, debe recordarse que hay que distinguir entre el derecho, de carácter obligacional, a ser dueño de una cosa, que por sí solo no hace propietario a su titular, y la transmisión de la propiedad. Salvo lo que eventualmente dispongan leyes especiales, la adquisición de la propiedad exige un título de carácter obligacional y la entrega de la cosa; estos dos elementos han de concurrir en el nuevo propietario para que pueda considerársele como tal; en caso contrario, el propietario continúa siendo el antiguo titular. En definitiva:

- En la venta de bienes o derechos con pago aplazado, el adquirente computará todo el valor del elemento patrimonial y deducirá como deuda la parte aplazada de la contraprestación; el transmitente computará el crédito por la parte aplazada como derecho patrimonial.

- En la venta de bienes con reserva de dominio, el adquirente incluirá entre sus derechos patrimoniales el importe total de las cantidades entregadas al vendedor hasta el final del período impositivo de que se trate; el transmitente computará el valor total del bien y deducirá como deuda el total de las cantidades que le haya ido entregando el adquirente.

3. Innovaciones en la base imponible: criterios de valoración

3.1. Introducción

Aspecto fundamental de la reforma es la acomodación de los criterios valorativos, renunciándose de forma expresa a una valoración única de los bienes y derechos para todos los tributos que les sean de aplicación, optándose por un apoyo fundamental en valores objetivos —tal y como ya ocurría— y reservándose el valor de mercado para categorías residuales de bienes sin normas específicas de valoración. Dicha opción se apoya tanto en dificultades técnicas como en el derecho comparado, por más que no se renuncie a avanzar en el camino hacia la valoración unificada.

3.2. Vivienda propia

Los bienes de naturaleza urbana o rústica y, por tanto, la vivienda habitual, se computan por el mayor valor de los tres siguientes: el valor catastral, el comprobado por la Administración a efectos de otros tributos o el precio, contraprestación o valor de la adquisición (artículo 10).

Con la normativa anteriormente en vigor, la vivienda se valoraba, con carácter general, por su valor catastral, sin perjuicio de aplicar para las adquiridas a partir de 1988 el valor declarado o el comprobado administrativamente si les habían sido de aplicación los impuestos sobre transmisiones patrimoniales o sobre sucesiones y donaciones.

Por lo demás, los bienes inmuebles en fase de construcción continúan valorándose por las cantidades invertidas en la construcción hasta la fecha del devengo del impuesto, además del correspondiente valor patrimonial del solar; en caso de propiedad horizontal, la parte proporcional en el valor del solar se determina según el porcentaje fijado en el título. A su vez, los derechos sobre bienes inmuebles adquiridos en virtud de contratos de multipropiedad, si suponen un derecho de propiedad, se valoran como bienes inmuebles; en caso contrario, por el precio de adquisición de los certificados u otros títulos representativos de aquéllos.

3.3. Depósitos en instituciones financieras

Los depósitos en cuenta corriente o de ahorro, a la vista o a plazo, las cuentas de gestión de tesorería y cuentas financieras o similares, venían computándose por su saldo medio ponderado en el año de devengo del impuesto. Con la nueva Ley, se toman por el mayor de los dos valores siguientes: el saldo en la fecha de devengo del impuesto (en general, el 31 de diciembre de cada año) o el saldo medio ponderado correspondiente al último trimestre del año (sin incluir los fondos

dedicados a adquirir bienes y derechos o a cancelar o reducir deudas).

3.4. Participaciones en el capital no cotizadas en el mercado

Los valores representativos de la participación en el capital social (acciones) así como las aportaciones a fondos propios de fondos de inversión, en cuanto puedan ser negociados en mercados organizados, continúan valorándose según las relaciones publicadas por el Ministerio de Economía y Hacienda de acuerdo con su valor de negociación media del cuarto trimestre de cada año. La Ley 19/1991 modifica, por el contrario, las normas para fijar la base imponible de dichos valores no negociados en tales mercados.

Así, frente al cómputo por su valor teórico según el último balance aprobado que rige en la actualidad, el artículo 16 de la Ley 19/1991 dispone que los valores representativos de la participación en capitales o fondos de cualquier tipo de entidad, no negociados en mercados organizados, se valorarán de forma distinta según que el balance de la entidad haya sido o no auditado (artículo 16). En el primer caso, las acciones y participaciones no negociadas en mercados organizados se computan por el valor teórico resultante del último balance aprobado y sometido a revisión por auditores de cuentas. La Ley exige que hayan sido debidamente auditados, por lo que hay que entender que no basta la auditoría, sino que ésta debe acreditar que el balance es correcto.

Las acciones y participaciones, no negociadas en mercados organizados, de entidades cuyos balances no hayan sido auditados se evalúan por el mayor de los tres valores siguientes: el valor nominal, el valor teórico resultante del último balance aprobado o el valor que resulte de capitalizar al tipo del 12,5 por 100 el promedio de los beneficios de los tres ejercicios sociales cerrados con anterioridad a la fecha del devengo del impuesto. A estos efectos, han de computarse como beneficios los dividendos distribuidos y las asignaciones a reservas, excluidas las de regularización o actualización de balances.

Las acciones o participaciones en el capital social de sociedades de inversión mobiliaria y fondos de inversión que no sean objeto de negociación en mercados organizados continúan computándose en la nueva Ley por el valor liquidativo de dichas participaciones en la fecha de devengo del impuesto, valorándose los activos incluidos en el balance de acuerdo con las normas que se recogen en su legislación específica, y siendo deducibles las obligaciones para con terceros.

3.5. Rentas temporales y vitalicias

Para cifrar, a efectos del impuesto sobre el patrimonio, las rentas temporales y vitalicias se capitaliza, al interés básico del Banco de España, el importe de la pensión, y del capital así hallado se considera el valor de la pensión a integrar en la base imponible el siguiente:

- Si la pensión es vitalicia, el 70 por 100 del valor del capital menos un 1 por 100 por cada año que el pensionista exceda de 20 años de edad, con un mínimo del 10 por 100 del valor total.
- Si la pensión es temporal, el 2 por 100 del valor del capital por cada año que falte para su extinción, con un máximo del 70 por 100 del mismo.

4. Deuda tributaria. Gravamen mínimo

4.1. Mínimo de exención

En el supuesto de obligación personal —es decir, exclusivamente para contribuyentes residentes— la base imponible se reduce, en concepto de mínimo exento, en 15 millones de pesetas para determinar la base liquidable. Ello comporta, obviamente, en el caso de un matrimonio en régimen de gananciales cuyos dos cónyuges deban tributar, un mínimo exento de 30.000.000 de pesetas.

Adviértase, por otra parte, que se prevé la modificación del mínimo exento en función de la revisión o modificación de los valores catastrales prevista en la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas Locales, con efectos a partir del período impositivo en que entre en vigor tal revisión, cuyo importe ascenderá, en tal caso, como mínimo a 20.000.000 de pesetas.

4.2. Tarifa

La escala de gravamen se amplía desde unos tipos actuales de gravamen en el IRPF entre el 0,2 por 100 y el 2 por 100, que se alcanza con 2.500 millones de base liquidable, a unos tipos del 0,2 al 2,5 por 100, que se alcanza con una base liquidable de 1.600 millones de pesetas en el nuevo impuesto (artículo 30, Ley 19/1991). Por la combinación de este efecto con el mínimo exento, se produce una reducción de la carga tributaria en los tramos inferiores y una elevación a partir de 120 millones de pesetas de base liquidable.

4.3. Imposición mínima

La cuota íntegra de este impuesto, conjuntamente con la correspondiente al IRPF, no puede exceder, para los sujetos pasivos sometidos al impuesto por obligación personal, del 70 por 100 de la total base imponible de este último.

Hasta ahora, este precepto comportaba que el exceso sobre dicho límite del 70 por 100 debía ser reducido en la cuota del impuesto sobre el patrimonio para no superar dicho límite. La nueva Ley,

en su artículo 31, limita dicha reducción al 80 por 100 de la cuota del impuesto sobre el patrimonio. En otros términos: como mínimo, habrá de satisfacerse el 20 por 100 de la cuota de este último impuesto, aunque la suma de este 20 por 100 y de la cuota íntegra del IRPF exceda del 70 por 100 de la base imponible del impuesto sobre la renta. Con ello se persigue que no se diluya la tributación de patrimonios de importancia mediante una configuración de la base del IRPF insignificante o nula.

Adviértase, además, que no quedan afectados por esta limitación de la cuota conjunta los elementos patrimoniales que, por su naturaleza o destino, no son susceptibles de producir rendimientos gravados por el IRPF.

Cuando los componentes de una unidad familiar opten por la tributación conjunta en el IRPF, el límite de la cuota íntegra conjunta de dicho impuesto y de la del impuesto sobre el patrimonio, a que se viene haciendo referencia, ha de calcularse acumulando las cuotas íntegras devengadas por aquellos en este último impuesto. La reducción que proceda practicar se prorrateará, si procede, entre los sujetos pasivos en proporción a sus respectivas cuotas íntegras en el impuesto sobre el patrimonio.

5. Afectación al pago de los bienes gananciales

Las deudas tributarias por el impuesto sobre el patrimonio tienen, en su caso, la consideración de deudas de la sociedad de gananciales y, en consecuencia, los bienes gananciales responden directamente frente a la Hacienda pública por estas deudas (artículo 34 Ley 19/1991).

V. ANALISIS ECONOMICO TRIBUTARIO, LEY 18/1991

1. Metodología

El estudio cuantitativo cuyo resumen se presenta en este apartado se basa en la elaboración de un modelo que simula la capitalización alcanzada en diversos momentos del tiempo por una inversión, según se realice ésta en diversos tipos de activos representativos, cuya rentabilidad nominal se supone igual, y que se diferencian por su régimen fiscal en el IRPF, a partir de 1 de enero de 1992 (considerada, por tanto, la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas).

En el análisis, se toma en cuenta el efecto de la inflación y, mediante la consideración conjunta de todos estos elementos, se aísla el efecto del IRPF en la elección de una u otra forma de financiación.

Los resultados obtenidos se proyectan en un gráfico de barras. Del estudio se desprende, como tesis fundamental, que la elección de un tipo u otro de inversión está afectada por la legislación tributaria en la medida en que, para cada tipo de ahorrador, la elección de una vía u otra para materializar la inversión influye significativamente en los resultados, demostrándose la conveniencia de tomar en cuenta los efectos tributarios de las inversiones y de utilizar preferentemente las vías protegidas fiscalmente. No obstante, debe tenerse presente que, además de por el régimen fiscal, la elección está influida por los diferentes grados de liquidez, rentabilidad o seguridad de cada inversión y por los motivos que cada ahorrador persiga con ella.

El estudio considera dos alternativas básicas de referencia: el ahorro consumo (entendiendo por tal, a estos efectos, el de duración de la inversión hasta cinco años) y el ahorro inversión (duración de la inversión de cinco años hasta veinte años).

Bajo la primera alternativa se contempla la inversión en las siguientes figuras e instituciones:

- Cuenta de ahorro-vivienda.
- Cuenta financiera. Cuenta de alto rendimiento, pero sin beneficios fiscales.
- Fondo de inversión mobiliaria. No se distingue según el tipo de activo en que se materializa, pues su régimen fiscal es similar.
- Cuenta de ahorro popular. Novedad de la Ley 18/1991, art. 37, Dos.

Para estos tipos de inversión, se ha determinado la capitalización alcanzada por una unidad monetaria en el supuesto de que se liquide la inversión al cabo de un período de tiempo de uno, dos, tres, cuatro o cinco años.

Bajo la segunda alternativa, ahorro inversión, se contemplan las siguientes materializaciones del ahorro:

- Cuenta financiera. Cuenta de alto rendimiento, pero sin beneficios fiscales.
- Fondo de pensiones.
- Inversión en vivienda propia.
- Fondo de inversión mobiliaria.
- Cuenta de ahorro popular.

Para estos tipos de inversión, se ha determinado la capitalización alcanzada por una unidad monetaria en el supuesto de que se liquide la inversión al cabo de un período de tiempo de cinco, ocho, doce, quince y veinte años.

Para calcular la rentabilidad neta después de impuestos, se consideran dos supuestos básicos, que se corresponden con contribuyentes con un tipo marginal de renta del 50,5 por 100 (alto), y el

26 por 100 (bajo) respectivamente, lo que, en términos de base imponible regular, en la terminología del impuesto, equivale a 10.125.000 pts. y 2.650.000 pts. para la tributación conjunta, o 8.980.000 pts. y 2.140.000 pts. en la tributación individual.

Además de los datos indicados como variables (fiscalidad, duración de la inversión y tipo marginal de renta del sujeto pasivo) se utilizan otros datos que tienen el carácter de constantes en todos los supuestos y que son:

- tasa de inflación;
- tipo de interés de una inversión financiera;
- rendimiento neto presunto de la vivienda de uso propio, y
- tasa de incremento del precio de las viviendas.

No obstante, salvo la fiscalidad, el modelo construido admite que todos los demás elementos puedan alterarse para efectuar simulaciones y, en consecuencia, obtener los resultados correspondientes a cada caso.

Para cada supuesto básico de ahorro-consumo o ahorro-inversión se expresan, para cada tipo de inversión y para el supuesto de que se liquide la inversión al final de cada período indicado, los cálculos realizados hasta determinar el valor final después de impuestos, y deflactado de la unidad monetaria invertida en el momento cero.

Se ayuda a la comprensión de los resultados por la aportación de un gráfico de barras donde se compara, para cada tipo marginal del IRPF, la evolución de la capitalización de una unidad monetaria en los períodos de tiempo indicados. De este modo, se puede determinar, según la duración prevista de la inversión y el tipo marginal del IRPF, cuál de las inversiones consideradas es más beneficiosa desde esta perspectiva. Para facilitar la comprensión del gráfico, se facilita un resumen numérico de la capitalización alcanzada en cada tipo de activo.

Como se ha anticipado, no es sólo el grado de capitalización alcanzada el elemento determinante de una inversión; así, la inversión en vivienda puede tener un alto contenido especulativo y la inversión en un fondo de pensiones debe considerar el carácter de su indisponibilidad hasta los sesenta años. No obstante, el análisis que se presenta constituye uno de los elementos a tener presentes en una toma de decisión sobre colocación del ahorro familiar.

Conviene advertir que algunas inversiones tienen una capitalización muy alta en el momento cero; por ejemplo, un fondo de pensiones. Lo que se debe a que van acompañadas de un beneficio fiscal en el momento inicial de la inversión.

Obviamente, no se han considerado todas las posibilidades que da la legislación, por lo que, si bien los resultados indicados son significativos para un grupo importante de ahorradores en los que coincidirán las características que se señalan, no cabe excluir que la utilización de algunas normas no consideradas hubiera propiciado, en algunos casos, otros resultados más o menos favorables.

Nótese, por último, que los resultados son —dentro de cada hipótesis— tanto más comparables cuanto más próxima sea la naturaleza de las inversiones objeto de examen; y que, en todo caso, el análisis se circunscribe al grado de capitalización alcanzable.

2. Comparación de resultados

2.1. Ahorro consumo

Se aprecia, en los gráficos del siguiente epígrafe 3, que la mera inversión en una cuenta financiera, o supercuenta, no basta para mantener el valor de la inversión en las rentas altas y produce una capitalización muy baja en los supuestos de rentas medias y bajas.

La cuenta de ahorro vivienda tiene atribuida la misma capitalización que la cuenta financiera en el quinto año de duración de la inversión, porque, al exceder de cuatro años sin que se produzca la adquisición de la vivienda, se pierde el beneficio fiscal. A menos de cuatro años, y condicionada por su finalidad, la cuenta de ahorro vivienda constituye la inversión de mayor rentabilidad en todos los supuestos, aunque es tanto más interesante cuanto menor es el tipo marginal de renta, debido al efecto de la imposición progresiva en sus rendimientos. Al tratarse de rendimientos, la legislación fiscal no tiene en cuenta el efecto de la inflación en la base imponible.

Si, durante los primeros cuatro años, la cuenta de ahorro popular se liquida, quedan sin efecto los beneficios fiscales, tributando a partir del segundo año como renta irregular, de modo que la parte del rendimiento que no se anualiza se beneficia de una tributación al tipo medio de gravamen en vez de al marginal. Por esta razón, ya a partir del segundo año su rentabilidad es superior a la de la cuenta financiera. A partir del quinto año, alcanza su beneficio fiscal, y a partir de ese momento se logra la misma capitalización y rentabilidad independientemente de cuál sea el tipo marginal de renta, puesto que la tributación por IRPF es nula.

Los fondos de inversión producen una capitalización positiva en todos los supuestos, más positiva para rentas bajas que para rentas altas. Realmente se trata de una apreciación reducida, pero que tiene por contrapartida su fácil liquidabilidad, manteniendo en cualquier momento el tratamiento

como incrementos de capital. La capitalización alcanzada mediante fondos de inversión mobiliaria durante los cuatro primeros años se sitúa por debajo de la inversión en cuenta de ahorro vivienda, y a partir del quinto año, por debajo de la inversión en cuenta de ahorro popular.

La rentabilidad en pesetas constante es reducida, pues la inversión más favorable en todos los supuestos de renta —es decir, la cuenta de ahorro popular— alcanza una capitalización del 1,177 en el quinto año, equivalente a una rentabilidad anual del 3,3 por 100. No obstante, la elección de una u otra opción fiscal no resulta indiferente; en el período de cinco años considerado, la diferencia entre las opciones más y menos favorables es del 22,6 por 100 del importe de la inversión.

2.2. Ahorro inversión

Se confirma (*vid.* los gráficos del epígrafe 3) que la mera inversión en una cuenta financiera, o supercuenta, no basta para mantener el valor de la inversión en las rentas altas, y produce una capitalización muy baja en los supuestos de rentas medias y bajas.

La inversión mediante fondos de pensiones es la que alcanza mayor capitalización en las rentas altas. La causa es el hecho de que la inversión tenga en el momento inicial el carácter de reducción de la base imponible, lo que, con tipos altos de renta, tiene un efecto fiscal notabilísimo. Ello se une a la consideración de que en el momento de tributación de la inversión se aplica un tipo más reducido, porque se supone que las rentas ordinarias son menores, y además se beneficia, en su caso, de la deducción del 5 por 100 como gastos del trabajo personal.

La inversión en vivienda habitual es más favorable para rentas bajas desde el principio; a los ocho años, para rentas medias, y a los veinte años, para rentas altas. En ello influye la combinación de la revalorización del activo y las rentas de uso, que tienen un tratamiento fiscal favorable, frente al pago de un arrendamiento que supone una tributación previa por las rentas destinadas a este fin. A partir de los 20 años, las rentas altas alcanzan mayor capitalización mediante la inversión en vivienda habitual. Adviértase que los resultados alcanzados en la inversión en vivienda habitual están muy condicionados por el contenido especulativo de ésta. Se ha considerado que la vivienda incrementa su valor de realización un 1 por 100 por encima de la tasa de inflación; en función de la modificación de este dato, los resultados variarían de modo significativo.

Se ha indicado que las inversiones en vivienda habitual y en fondos de pensiones son las más favorables a largo plazo. No obstante, las características de indisponibilidad de éstos y la eventual im-

posibilidad de acceder a la vivienda propia, o el hecho de disponer ya de ella, permite considerar con interés dos inversiones ya mencionadas en el apartado dedicado al ahorro consumo: el fondo de inversiones y la cuenta de ahorro popular. Esta última presenta un grado mayor de capitalización hasta los quince años, plazo en el que se iguala con el fondo de pensiones, pues los rendimientos que se mantienen en el fondo por dicho período no tributan, al igual que los de la cuenta de ahorro popular, desde los cinco años. Debe indicarse que, cuanto más bajos son el tipo de gravamen y la tasa de inflación, menor diferencia se produce entre la capitalización neta de la inversión en los diferentes tipos de activos en el período entre cinco y quince años, porque menor es la tributación.

La capitalización alcanzable en períodos tan dilatados como los que se consideran alcanza cierta entidad. En efecto, para un fondo de pensiones, cada unidad monetaria invertida por un sujeto pasivo con un tipo marginal de renta del 50,50 por 100 se convertirá en 2,49 unidades monetarias constantes, y valores similares se alcanzarán para vivienda habitual.

3. Supuestos de hecho y gráficos de barras junto con el resumen de los resultados

En este epígrafe, se resume la aplicación del modelo en el supuesto básico de una tasa de inflación del 5 por 100 y de dos tipos marginales extremos en el IRPF del 26 y 50,5 por 100. No obstante, y como se ha señalado, el modelo permite simulaciones con cualquier valor para las variables y constantes, pudiendo indicarse que se mantienen las tendencias apuntadas para el supuesto básico respecto al grado de capitalización de los diversos tipos de inversión.

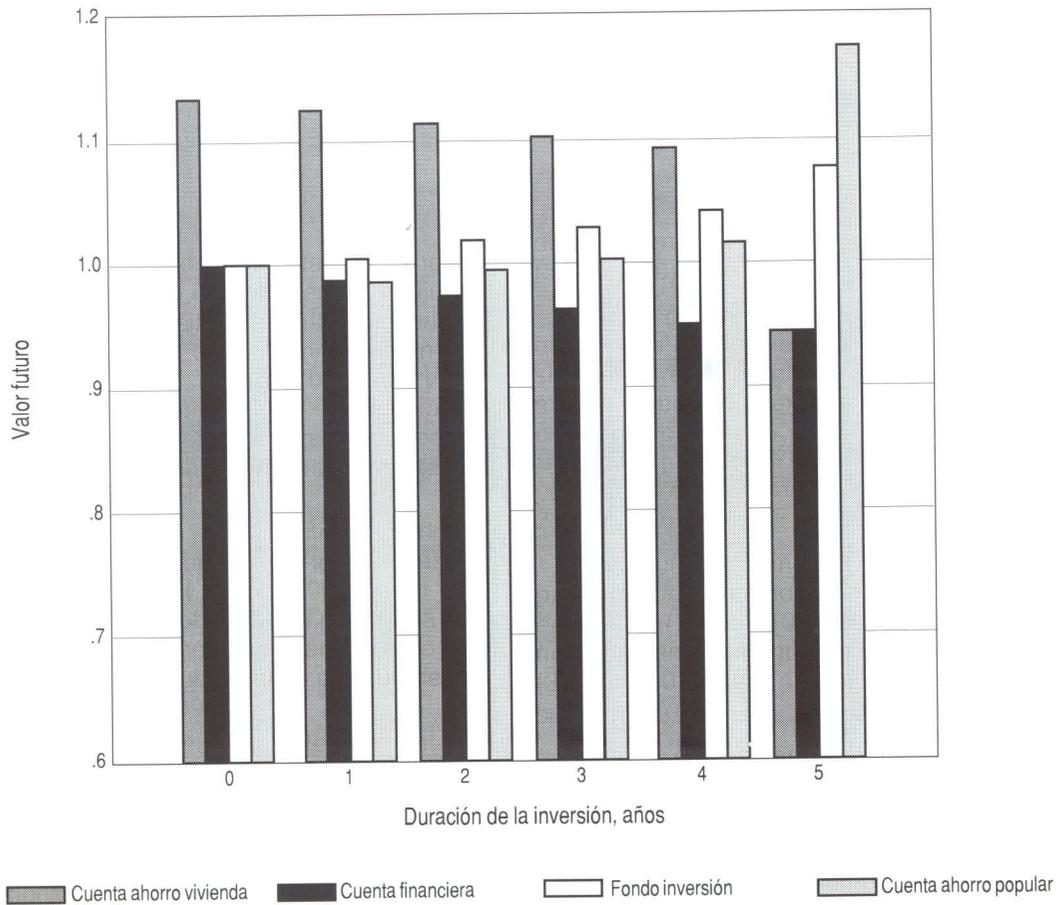
3.1. Ahorro con destino al consumo

		Duración de la inversión en años				
Análisis realizados:						
a) Cuenta ahorro vivienda	..... 1	2	3	4	5	
b) Cuenta financiera	... 1	2	3	4	5	
c) Fondo de inversión	... 1	2	3	4	5	
d) Cuenta ahorro popular	..... 1	2	3	4	5	
Otra variable:						
Tipos marginales de renta;		.....	26% y 50,5%			
Constantes:						
Tasa inflación;		.....	5,50%			
Tipo interés inversiones financieras;		.....	9,00%			

3.2. Ahorro inversión

		Duración de la inversión en años				
a) Cuenta Financiera	... 5	8	12	15	20	
b) Fondo de pensiones	.. 5	8	12	15	20	
c) Vivienda	..... 5	8	12	15	20	
d) Fondo inversión	..... 5	8	12	15	20	
e) Cuenta ahorro popular	..... 5	8	12	15	20	
Otra variable:						
Tipos marginales de renta;		.....	26,0% y 50,5%			
Tipo marginal de renta al tiempo cobro fondo pensión:		..	20% 26% 36%			
Constantes:						
Tasa inflación;		.....	5,50%			
Tipo interés inversiones financieras;		.....	9,00%			
Rendimiento neto presunto viviendas;		.....	3,50%			
Tasa incremento precio de las viviendas;		.....	6,50%			

GRAFICO 1
CAPITALIZACION NETA DE IMPUESTOS E INFLACION
 Tipo marginal IRPF: 50,5 por 100



Resumen: Supuesto de ahorro con tipo marginal de renta del 50,5 por 100.

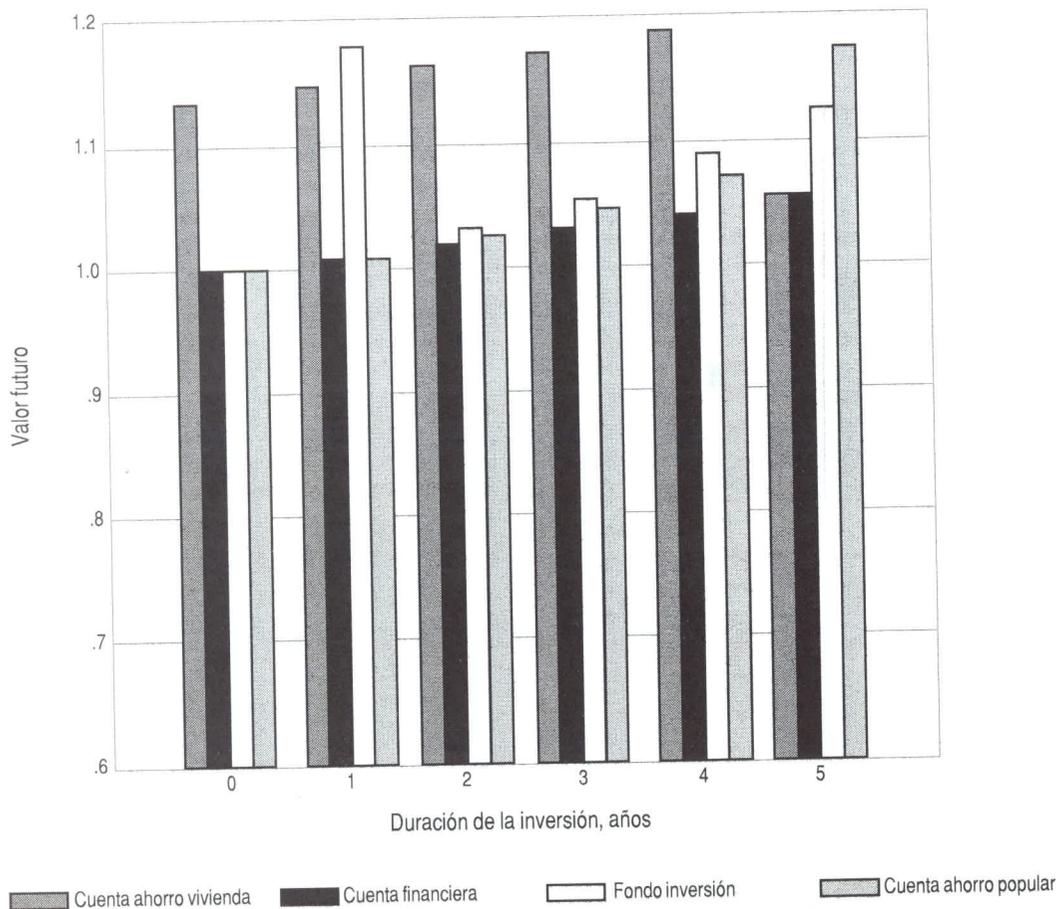
Valor futuro con inflación e impuestos:

	Periodo de la inversión en años					
	0	1	2	3	4	5
a) Cuenta ahorro vivienda.	1,138	1,126	1,115	1,104	1,093	0,951
b) Cuenta financiera.	1,000	0,990	0,980	0,971	0,961	0,951
c) Fondo de inversión mobiliario. ..	1,000	1,006	1,017	1,033	1,055	1,082
d) Cuenta ahorro popular.	1,000	0,990	0,997	1,006	1,017	1,177

0= Valor inicial de la inversión, computando beneficios fiscales.

GRAFICO 2

CAPITALIZACION NETA DE IMPUESTOS E INFLACION
 Tipo marginal IRPF: 26 por 100



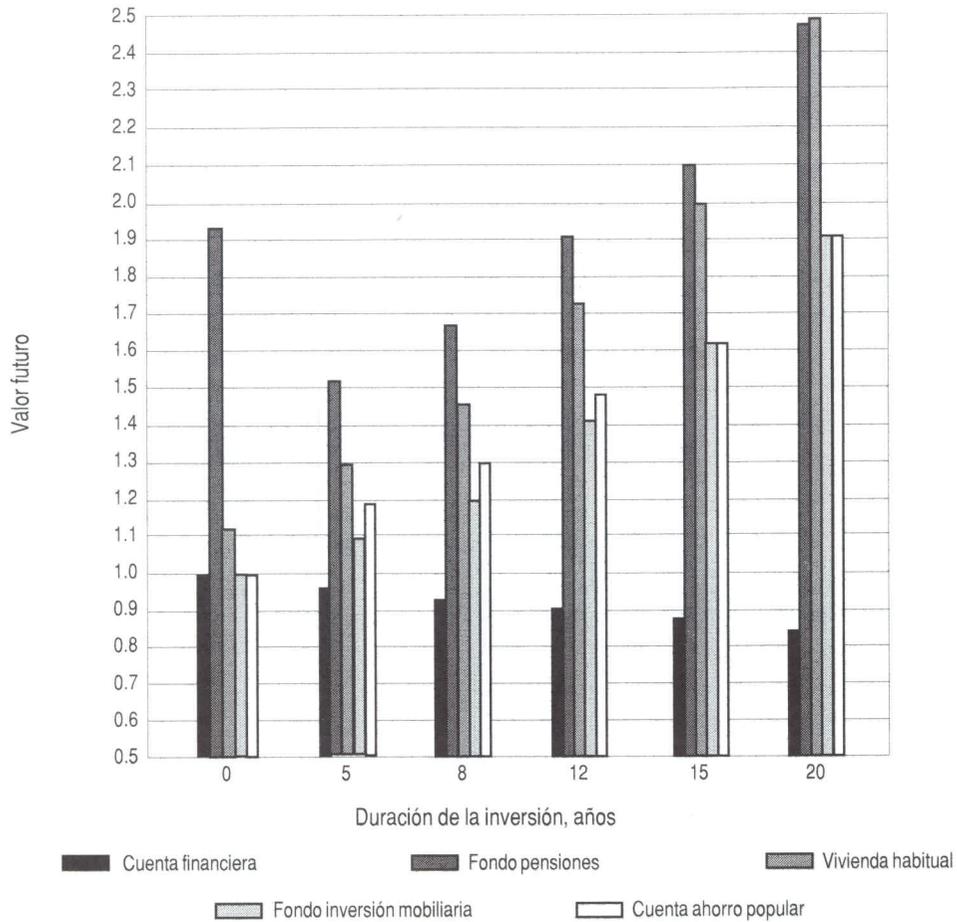
Resumen: Supuesto de ahorro con tipo marginal de renta del 26 por 100.

Valor futuro con inflación e impuestos:

	Periodo de la inversión en años					
	0	1	2	3	4	5
a) Cuenta ahorro vivienda.	1,138	1,150	1,163	1,176	1,188	1,056
b) Cuenta financiera.	1,000	1,011	1,022	1,033	1,045	1,056
c) Fondo de inversión mobiliario.	1,000	1,018	1,039	1,064	1,093	1,125
d) Cuenta ahorro popular.	1,000	1,011	1,030	1,051	1,073	1,177

0= Valor inicial de la inversión, computando beneficios fiscales.

GRAFICO 3
CAPITALIZACION NETA DE IMPUESTOS E INFLACION
 Tipo marginal IRPF: 50,5 por 100



Resumen: Ahorro inversión tipo marginal IRPF 50,5 por 100.

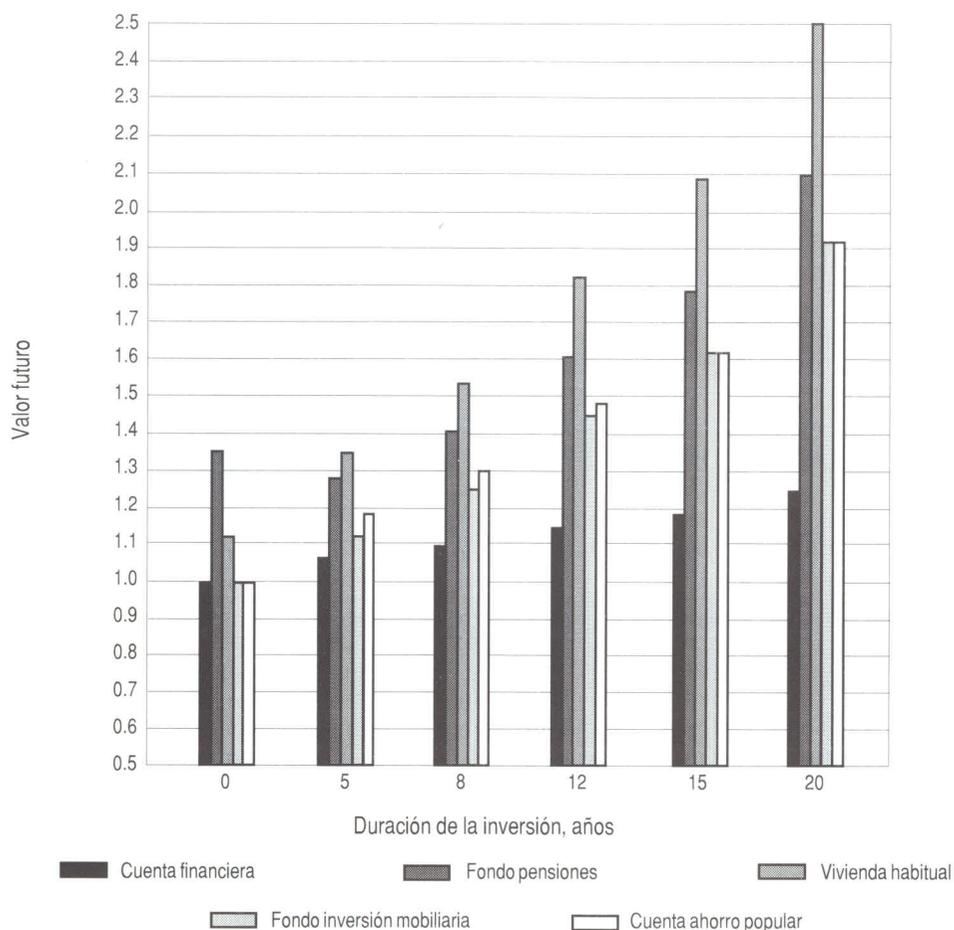
Valor futuro con inflación e impuestos:

	Periodo de la inversión en años					
	0	5	8	12	15	20
a) Cuenta financiera.	1,00	0,96	0,94	0,91	0,88	0,85
b) Fondo pensiones.	1,94	1,52	1,67	1,91	2,10	2,48
c) Vivienda habitual.	1,14	1,29	1,46	1,74	2,00	2,49
d) Fondo inversión mobiliaria.	1,00	1,09	1,20	1,42	1,63	1,92
e) Cuenta ahorro popular.	1,00	1,18	1,30	1,48	1,63	1,92

0= Valor inicial de la inversión, computando beneficios fiscales.

GRAFICO 4

CAPITALIZACION NETA DE IMPUESTOS E INFLACION
 Tipo marginal IRPF: 26 por 100



Resumen: Ahorro inversión tipo marginal IRPF 26 por 100.

Valor futuro con inflación e impuestos:

	Periodo de la inversión en años					
	0	5	8	12	15	20
a) Cuenta financiera.	1,00	1,06	1,09	1,14	1,18	1,25
b) Fondo pensiones	1,35	1,28	1,41	1,61	1,78	2,09
c) Vivienda habitual.	1,14	1,35	1,54	1,83	2,08	2,58
d) Fondo inversión mobiliaria.	1,00	1,13	1,25	1,45	1,63	1,92
e) Cuenta ahorro popular.	1,00	1,18	1,30	1,48	1,63	1,92

0= Valor inicial de la inversión, computando beneficios fiscales.

MESA REDONDA EL SISTEMA FINANCIERO Y LAS ECONOMIAS DOMESTICAS ANTE EL AHORRO

Asistentes:

Francisco Alvira Martín.

Jesús Muzas Rubio, Director General de la Caja de Ahorros de Vitoria y Alava.

Javier Saizar, Director General de BANKOA.

Victor Mújika Samperio, Viceconsejero de Hacienda y Finanzas.

Elisabete Bizkarralegorra Otazua, Directora de Consumo.

Las preguntas iniciales básicas son: ¿cómo innovan las empresas? ¿qué orientaciones estratégicas siguen las empresas financieras a la hora de innovar? Tres son las orientaciones que se siguen en esta tarea.

- En primer lugar, la segmentación de la clientela.
- En segundo lugar, la personalización en la distribución. Hay una corriente cada vez más orientada hacia la persona de cada cliente.
- En tercer lugar, estamos en un mundo en el que se ha puesto de moda la gestión de la calidad.

En un trabajo reciente, se han identificado varios grupos:

- Un primer grupo, el más numeroso, el "gran público adulto".
- Otro grupo seleccionado fue el "gran público de tercera edad", gran público mayor.
- En tercer lugar, el "gran público joven".
- Después, hay otro grupo llamado "de líderes financieros".

Y, aunque parezca lo contrario, cada grupo pide cosas distintas de una entidad financiera.

Por ejemplo, el grupo llamado "de líderes financieros" son gente que compra cosas nuevas: producto que sale, producto que compra, producto que adquiere.

Al llamado "conservadores adinerados" no le interesa para nada la novedad, y busca estrictamente rentabilidad y, por tanto, fiscalidad.

El "gran público adulto" busca cosas distintas de esas; no busca el tipo de interés más elevado, no busca la última ventaja fiscal, busca producto que le dé seguridad y que le dé calidad. Se parece muy poco a los demás.

El "gran público mayor", lo que tradicionalmente se entiende por tercera edad, busca productos tradicionales y, sobre todo, simples; poco tiene que ver con otros grupos.

Al "gran público joven" le interesa bastante poco el área de productos de ahorro; le interesa productos que le permitan acceso al consumo.

Por último, el llamado "grupo de financieros superactivos", busca eficacia, agilidad, que le resuelvan los problemas rápidamente, para mañana.

Entonces, se ve claramente cómo el estratega financiero, a la hora de diseñar un producto, tendrá que pensar primero quién quiere que se lo compre. Y, desde luego, lo que no vale es decir: quiero que me lo compre el mayor número de gente posible, que me lo compren todos. No es así, es imposible. Lo que hay que definir es, de los grupos que hay en el mercado, a cuáles se quiere llegar, cuáles se quiere atacar, y atacarlos con lo que quieren ellos comprar. Esa es una primera idea.

La segunda idea que está siguiendo la estrategia de *marketing* de las entidades es la de que, en la distribución, en la forma de hacer llegar los pro-

ductos a la clientela, se está tendiendo cada vez más, en los actos de compra venta, a la personalización del cliente.

Eso quiere decir que cada vez se busca más que cada tipo de cliente y cada cliente personalmente tenga atribuidas, por un lado, su red, la más adecuada, y por otro, la persona que se ocupa al final de su cuenta, aunque su entidad económica sea pequeña.

Es una segunda estrategia de comercialización, que consiste en ir a buscar a la persona.

Por último, está la gestión de la calidad, habida cuenta de la escasa receptividad y el escaso tratamiento eficaz de las reclamaciones de clientes en la mayoría de las entidades. Es un hecho.

Dentro de lo que se denominan nuevos instrumentos de ahorro, aunque en algunos casos el concepto incluye unas meras adaptaciones, se podrían destacar tres familias de productos:

- la primera serían los fondos de inversión colectiva;
- la segunda, los instrumentos de ahorro basados en la vivienda;
- y la tercera, los instrumentos de ahorro previsión.

En lo que a la primera familia se refiere, los fondos de inversión permiten agrupar los ahorros de inversores, grandes o pequeños, y obtener así ventajas de diversificación, gestión especializada, y precios que no están al alcance de un inversor particular. Es el principal instrumento de canalización del ahorro de los inversores particulares hacia los mercados de capitales en la mayoría de sistemas financieros avanzados. El excelente trato fiscal de que disfrutan no es ajeno a este espectacular desarrollo, por supuesto; significan, en realidad, una socialización del ahorro.

Entre las ventajas que los fondos proporcionan, podríamos citar: el acceso a la gestión profesionalizada, la economía de coste, la diversificación del riesgo, la liquidez y la rentabilidad financiera o fiscal; o sea, que reúnen: seguridad, liquidez y rentabilidad.

Dentro de las clases de fondos, se pueden distinguir los fondos de inversión mobiliaria, los fondos de inversión en activos monetarios y los fondos de inversión inmobiliaria.

En lo que a los primeros se refiere, su característica consiste en que el 80 por 100 del activo de los fondos debe estar invertido en valores admitidos a cotización en Bolsa, valores representativos de deuda del Estado, u otros valores negociados en un mercado organizado. A su vez, uno puede encontrarse con fondos de inversión mobiliaria de renta fija si invierte sus activos en valores de renta fija, o mixtos, cuando invierte en renta fija y en ren-

ta variable. Por otra parte, todos ellos pueden ser de crecimiento o de capitalización y de renta.

En el primer caso, no existen dividendos o rentas; los beneficios se acumulan al capital; en el segundo, se produce pago por dividendos.

Los fondos de inversión inmobiliaria aún no existen; aunque hay un proyecto de orden ministerial sobre fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, que contempla la posibilidad de invertir en pisos, edificios, fincas urbanas, locales y naves industriales. Así pues, los fondos inmobiliarios aún no se han desarrollado en España, pero han tenido un desarrollo espectacular en Francia.

El segundo grupo —instrumentos de ahorro basados en la vivienda— incluye las participaciones hipotecarias, que acaban de salir al mercado y no han llegado todavía al segmento de particulares; aunque ya se ha visto en el mercado recientemente una emisión de una entidad financiera de 2.000 millones de pesetas al 14 por 100. Su particularidad consiste en que el rendimiento es alto, probablemente no tendrá liquidez salvo que se cree un mercado secundario, y el poseedor de la participación asume el riesgo respaldado por una hipoteca.

La vivienda-pensión consiste en el cobro de una renta mensual vitalicia a cambio de la entrega en propiedad de la vivienda a la compañía financiadora, pero reservándose el derecho de residencia de la misma.

La hipoteca-pensión sería una modalidad idéntica, en la que el propietario no vende la vivienda, sino que la hipoteca, y al fallecimiento del propietario la entidad financiadora adquiere la propiedad, a no ser que los herederos del fallecido cancelen la hipoteca.

Dentro de este grupo, se podrían citar también las cuentas de ahorro vivienda —antiguas, pero que aparecen en 1987 en su nueva versión— como forma de captación de fondos. En definitiva, se trata de vincular el ahorro a la adquisición de vivienda, permitiendo la desgravación anticipada de la inversión. Las entidades que ofertan el producto facilitan la concesión de préstamos hipotecarios.

En España, las modalidades ofertadas son dos: el plan individual de pensiones, por una parte, que está acogido a la Ley Reguladora de los Fondos de Pensiones. Se trata del compromiso que asume una persona de ahorrar una determinada cantidad periódica, de forma que, al llegar a la jubilación, el titular del fondo disponga de un capital cuyas rentas complementan la pensión de jubilación que cobre de la seguridad social.

Un segundo producto de este grupo serían los planes de jubilación, parecidos o similares a los anteriores, que consisten, en realidad, en planes de ahorro en los que se asegura una rentabilidad

mínima: gozan de ventajas fiscales, y las aportaciones se mantienen durante diez años; tienen liquidez, pero en caso de ejercerla se pierden las ventajas fiscales.

Un producto de cara a 1992 podría consistir en los denominados planes de ahorro popular, cuya creación está contemplada en la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, del 6 de junio de este año. No ha transcurrido el tiempo suficiente para que las entidades financieras hayan abordado esta posibilidad, pero las características de este producto, más o menos, serán las siguientes: mantenimiento de la inversión durante cinco años; inversión anual máxima de un millón de pesetas; la inversión en activos de esta naturaleza no podrá superar la cuantía de diez millones de pesetas por sujeto pasivo; los rendimientos derivados de estas inversiones no estarán sujetos a retención en la fuente, y quedan excluidos de tributación.

Sin duda alguna, muchos de ellos, y principalmente el primer grupo —los fondos de inversión colectiva— van a ser los productos estrella en los próximos años.

De todas maneras, la banca y las cajas no se enfrentan a un problema de captación de fondos; se enfrentan a la necesidad de tener clientes, a una banca de clientes y no de productos. Esta es la banca del futuro.

En definitiva, a partir del Estatuto, se puede hablar de una política de endeudamiento realmente autonómica frente a una línea anterior, que estaba centrada, ponía su acento, en una posición de centralización y concentración. ¿Por qué el gobierno ha decidido mantener una línea algo diferenciada, de endeudamiento únicamente a través de activos financieros, y no a través de operaciones de préstamo, como suele ser también bastante habitual por el mercado?

La línea del endeudamiento público sigue el sendero de una concentración de la gama de instrumentos de deuda y su difusión a través de los bonos, del *Euskobona*; sigue también una línea prudente en las operaciones de colocación; se pone el mejor cuidado y la mayor eficiencia en los mercados secundarios, con la contrapartida que, en este caso, ha dado la sociedad promotora; se trata de reducir al mínimo el coste del endeudamiento y de llevar a cabo un reparto equilibrado de los vencimientos en el tiempo, para no hipotecar a las generaciones futuras.

La Comunidad Autónoma del País Vasco tiene ya una línea marcada, decidida y permanente de

endeudamiento con esa característica diferenciado de su especialización, que comenzó su andadura en medio de una crisis económica que ahora parece que vuelve a aflorar, aunque en menor dimensión, y que obliga a obtener recursos de forma continuada y prudentemente creciente para la renovación y potenciación de la economía.

En definitiva, la función de las ofertas de productos financieros en un sistema de libre mercado es la de captar excedentes de los ahorradores y encaminarlos hacia los prestatarios públicos o privados. Esos ahorradores no son ni más ni menos que los consumidores.

La relación contractual en la oferta de nuevas modalidades de ahorro debe ser como cualquier otra relación comercial en la que primen el principio de libre competencia, la claridad y la inteligibilidad, para que todo el mundo pueda comparar sus ofertas, y no sólo puedan hacerlo los entendidos en la materia.

La actuación de la Administración vasca para la defensa de esta específica población consumidora, ante las ofertas de productos financieros, comprende cuatro objetivos:

Primero. Exigir la responsabilidad debida de las propias entidades de ahorro y bancarias en propiciar una mayor transparencia de los cargos y abonos de sus servicios financieros, para el real conocimiento por su clientela, en el cumplimiento de toda la normativa nacional e internacional en vigor sobre la materia.

Segundo. Inducir y apoyar a los propios usuarios de los servicios financieros para que adquieran mayor conciencia de su papel protagonista como agentes económicos, dejando a un lado el aspecto de amistad o confianza, y valorando más las ventajas económicas ofrecidas en cada caso.

Tercero. Impulsar el desarrollo de una normativa específica protectora de los intereses del consumidor de créditos y de productos financieros, que vaya más allá de la mera captación o mantenimiento de una clientela —que es lo que verdaderamente interesa a esas entidades financieras—, dentro del desarrollo de la normativa en materia de consumo.

Cuarto. Crear una comisión de expertos sobre productos y servicios financieros, en la que estén incluidas las representaciones de las asociaciones de consumidores, para el asesoramiento de las juntas arbitrales de consumo, de próxima puesta en marcha en la Comunidad Autónoma, e incluir, mediante un convenio específico, la adhesión al arbitraje de consumo también a este sector.

IV. EL SISTEMA FINANCIERO Y LA EMPRESA

EL SISTEMA FINANCIERO Y LAS EMPRESAS

IKEI (*)

I. SISTEMA FINANCIERO Y ACTIVIDAD PRODUCTIVA

El sistema bancario desempeña un papel fundamental en el correcto funcionamiento del engranaje económico, no sólo desde una vertiente macroeconómica (multiplicación del dinero en circulación, incidencia sobre el nivel de precios y la demanda agregada, etc.), sino desde una perspectiva microeconómica (canalización de recursos desde los pequeños ahorradores hasta los agentes de gasto demandantes de préstamos).

El sistema financiero, en términos globales, ha alcanzado un mayor grado de penetración en la economía vasca que en la del conjunto del Estado. En otros términos, puede decirse que la economía vasca está más "bancarizada" que la española, midiendo tal penetración de dos formas alternativas. En primer lugar (cuadro núm. 1), en términos de cuota de mercado, atendiendo al peso que, dentro del conjunto estatal, tienen dos instrumentos representativos de la actividad bancaria: la captación de depósitos y la concesión de créditos. En ambos casos, la cuota vasca está por encima de la que se deriva de otros indicadores macroeconómicos como, por ejemplo, el peso relativo del producto interior bruto (PIB). La evolución de estos indicadores no es, desde luego, paralela, ya que —como se observa en el mismo cuadro— el peso del PIB vasco va declinando de forma casi continua (con la excepción más relevante en 1989), mientras que la participación de los créditos es creciente en el trienio 1983-1985, declinando en el siguiente trienio para volver a aumentar en 1989. Esta evolución tiene su lógica correspondencia con los datos de los balances de las empresas —como se verá en el apartado II—, y se justifica por el endeudamiento creciente de las empresas vascas en el primer trienio citado, la cancelación de créditos al socaire de una mejora generalizada de resultados empresariales en el siguiente trienio y un fuerte proceso inversor realizado en 1989, y desacelerado en 1990 (1).

En el caso de los depósitos, la evolución se ajusta mejor a la del PIB, si bien en el bienio 1989-1990 se producen desviaciones al alza que pueden explicarse por la aparición de instrumentos financieros (v. gr., los pagarés forales) que han atraído fondos procedentes del resto del Estado, no ligados, por tanto, a la evolución de la renta regional (2).

A pesar de que, como se ve, el comportamiento de los saldos de créditos y depósitos no es exactamente parejo al del PIB, su relación es bastante estable, lo que permite definir un segundo indicador de bancarización precisamente con base en el peso que tienen en relación con el producto interior bruto. Resulta así que, en relación con el PIB regional, dichos saldos son más importantes en la Comunidad Autónoma del País Vasco (en adelante, CAPV) que en España.

Como se puede apreciar, a pesar de los cambios coyunturales, el volumen de los saldos crediticios del sistema bancario equivale a algo más de dos tercios del PIB vasco, mientras que en el caso global español el porcentaje baja al 60 por 100. En apariencia, esto sería indicativo de una mayor utilización relativa del endeudamiento bancario en el País Vasco. A la recíproca, los saldos captados por el sistema financiero son también más importantes —en términos relativos— en el País Vasco —equivalentes en valor al PIB regional (3)— que en el conjunto de España (en torno al 80 por 100 del PIB). Las diferencias no tienden a desaparecer en el período examinado.

Sin embargo, por debajo de esta aparente estabilidad se están produciendo cambios relevantes en los componentes de los grandes agregados citados. Limitándonos a los que resultan relevantes para el tema central de este trabajo, se destacan dos cambios: *la composición o el destino* del crédito, con un mucho menor peso relativo del sector empresarial como destinatario y la cuota creciente que las cajas de ahorros ostentan del mismo.

En efecto, en el cuadro núm. 3 se comprueba que, aun manteniéndose estable el *ratio* de crédito

total sobre el PIB, el porcentaje destinado a actividades productivas (a empresas) ha caído drásticamente (hasta 10 puntos en cinco años), mientras que aumenta el crédito a particulares. Dentro del primer tipo de crédito, se ha producido también un cambio muy destacable en la distribución sectorial de las empresas clientes, reflejo del cambio estructural de la economía española: las empresas industriales pierden 12 puntos en ocho años, al caer desde el 52 por 100 del mercado del crédito empresarial de 1983 (en saldos) al 40 por 100 de 1990. Todos los demás sectores avanzan, destacando el de servicios, que sube seis puntos.

El cambio en el peso relativo del tipo de cliente (empresa, familias) tiene su contrapartida en el cambio de posición de cajas de ahorros y bancos ante los dos segmentos. Si tradicionalmente aquéllas han actuado de forma preferente sobre el mercado de particulares (y, en particular, en la financiación de la vivienda) y los bancos sobre las empresas, las diferencias tienden a diluirse rápidamente, si bien la inercia histórica de los saldos acumulados no permite (cuadros núms. 4 y 5) apreciar la magnitud y rapidez de los cambios.

En el cuadro núm. 4 se aprecia el avance desde 1983 en la cuota del mercado de crédito que ostentan las cajas en España (9 puntos), avance que, en lo tocante al segmento de empresas (8 puntos), se produce sobre todo en el trienio 1986-1989.

De hecho, el peso creciente de las cajas en el crédito a empresas se obtiene manteniendo, *grosso modo*, su actividad tradicional en relación con los particulares. A la inversa, en el caso de la banca, la importante penetración en el sector de particulares se realiza con reducción del peso (relativo) de su actividad en empresas, como se ve en el cuadro núm. 5.

El País Vasco participa del mismo tipo de mutaciones, con una particularidad añadida (ver cuadro número 6): el mayor peso de las cooperativas de crédito; por lo que, en conjunto, la banca tiene un peso menor que en el conjunto del Estado.

II. ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA VASCA

1. Dimensión y estructura

1.1. Las empresas industriales

La escena industrial vasca está dominada —como en casi todas partes— por la empresa de pequeña dimensión en lo que al empleo (y, por supuesto, número de establecimientos) se refiere. Casi la mitad de los puestos de trabajo se generan en establecimientos (4) de menos de 100 trabaja-

dores, mientras que los mayores de 500 (apenas una cincuentena) emplean al 24 por 100 de la industria. La empresa media tiene 30 empleos y tiende a disminuir.

La tecnología condiciona la dimensión óptima, por lo que la distribución por tamaños cambia según cuál sea la actividad industrial desarrollada. Como se puede apreciar en el cuadro núm. 7, ninguna empresa supera la barrera de los 500 empleos en los sectores de bienes de consumo, mientras que en los sectores metálico básico y energético —en el extremo opuesto del espectro— las empresas con menos de 100 empleos apenas representan el 8 por 100 y 15 por 100 del empleo sectorial, respectivamente.

En siete sectores (de los quince en que se ha desglosado el sector secundario, construcción incluida), que en conjunto agrupan al 57 por 100 del empleo industrial, más que la mitad del empleo sectorial se cobija en empresas de menos de 100 empleos. Solamente en dos (los ya citados, que juntos aglutinan 11 por 100 del empleo industrial) la mayoría del empleo procede de empresas con más de 500 empleos.

En el cuadro núm. 8 se comprueba que, además, el grupo de las empresas mayores retrocede en número y en capacidad de sostener el empleo (5). De hecho, sólo el intervalo de menos de 20 empleos incrementa claramente (dos puntos) su peso dentro del total, coincidiendo con un período de claro dinamismo empresarial.

Por lo tanto, aun siendo importantes las empresas grandes y medianas, la empresa típica es de pequeña dimensión. Esta variable se ha de tener presente cuando se examine el problema de financiación de las empresas.

1.2. Caracterización de la muestra

Como es habitual en estudios de este carácter, la fuente de información sobre la estructura financiera de las empresas es la Central de Balances del Banco de España. Con el fin de analizar las peculiaridades que pueden afectar a las empresas de la CAPV, se han tomado dos submuestras referidas al período 1986-1989 (6), con las siguientes características:

- Se trata exclusivamente de empresas privadas no financieras.

- Dado que la relación de empresas varía de año a año, con el fin de no reducir en demasía la dimensión de la muestra he optado por no imponer la presencia de las mismas empresas a lo largo de los cuatro años. Pero, como al mismo tiempo se desea posibilitar cierta comparabilidad interanual, se han tomado 528 empresas de la base de datos 1987 —datos para el bienio 1986-1987— y 388

empresas de la más reducida base 1989, que cubre el bienio 1988-1989 (7).

A partir de estos datos, se han hecho tres explotaciones diferentes:

- para el total de empresas (528 y 388 empresas según los años);
- para las empresas menores de 500 empleados (489 y 361 empresas, según los años), y
- para las empresas con menos de 500 empleos y con actividad industrial (301 y 232, según los años).

En los cuadros núms. 9 y 10, se da la distribución sectorial (8) y por tamaño de las empresas que conforman la muestra objeto de análisis. En cuanto a la distribución sectorial (cuadro núm. 9), la mayoría de las empresas (39 por 100 del total, con 34 por 100 del empleo, 23 por 100 del VAB generado y 22 por 100 de las ventas totales) se encuadra en la actividad de transformación metalúrgica. Le siguen en importancia las empresas del sector siderúrgico (5 por 100 del total y 17 por 100 del empleo). Al sector terciario pertenece la cuarta parte de las empresas (27 por 100), sustentando el 11 por 100 del empleo y generando el 9 por 100 del VAB del total de la muestra. La actividad más representada es la comercial (14 por 100 del total de empresas y 6 por 100 del empleo).

En cuanto a la dimensión, la muestra está dominada por las empresas con más de 500 empleos, que en los cuatro años cubiertos representan el 60 por 100 del empleo total y porcentajes aún más altos (cuatro puntos) en valor añadido y facturación total.

Los grupos menos representados son, como es lógico, las empresas muy pequeñas (por debajo de 50 empleos). En efecto, excluyendo las citadas grandes empresas, el resto se divide en tres grupos de peso (en empleo y producción) semejante: una cincuentena de empresas medias-grandes (de 200 a 500 empleos), unas ochenta medianas (entre 100 y 200 empleos) y las de menos de 100 empleos (350 empresas), como se comprueba en el cuadro núm. 10 (9). Así, pues, la empresa media resultante de la muestra tiene una dimensión seis veces mayor que la media de las *empresas industriales vascas* (10).

Sin embargo, para poder hablar de cobertura (11) de la muestra hay que tener en cuenta únicamente los datos de las empresas industriales (cuadro núm. 11). Resulta así una cobertura importante, como se desprende de su confrontación con el cuadro núm. 8.

Pero como se ve, la cobertura es muy desigual:

- las empresas de más de 500 empleos tienen una cobertura casi completa;

- las empresas medianas, entre 100 y 150 empleos, se hallan igualmente bien representadas;

- en el tramo de menos de 100, la cobertura es muy inferior, lo que se acentuaría en caso de proceder a desgloses adicionales.

No hay que olvidar, pues, que las limitaciones antes indicadas sobre las características de los datos de la Central siguen siendo válidas, y en particular las referentes al sesgo en la distribución por tamaños.

La cobertura sectorial es diversa, existiendo limitaciones a la comparación derivadas del hecho de relacionar establecimientos (cuentas industriales) con empresas (Central de Balances). Esto hace que en determinados sectores, como "energía y agua", la cobertura aparente sea superior al 100 por 100.

Exceptuando la anomalía citada, la conclusión a que se puede llegar es que la distribución sectorial es equilibrada, con la salvedad de que la construcción, por debajo de la media, y de siderurgia básica, donde sucede lo contrario (por efecto del predominio en ella de la gran industria).

1.3. Planteamiento

En este apartado, se pretende contrastar empíricamente algunas diferencias entre PYME y grandes empresas vascas relativas al período 1986-1989, con lo que se actualiza un estudio anterior (IKEI 1988) sobre la financiación de la PYME vasca. Aunque los datos que se presentan (ver cuadros 14 y ss.) se basan igualmente en los de la Central de Balances, ahora se diferenciarán las empresas según su tamaño (menores y mayores de 500 empleados) y pertenencia sectorial (industria y resto) (12).

El examen de la estructura financiera de la empresa vasca se basa en el análisis de la evolución del balance, de la cuenta de resultados y del cuadro de origen y aplicación de fondos de los tres grupos de empresas considerados por separado: las mayores de 500 trabajadores, las menores de 500 y, dentro de estas últimas, las empresas industriales. En el epígrafe II.2 se comparan las estructuras de los tres grupos. En todos los casos, se ha ignorado a las empresas públicas.

Los datos se expresan en términos relativos (sobre el activo total, el valor de la producción y el total de fondos generados), si bien se ha añadido una columna con las tasas de incremento de los valores absolutos corrientes para poder distinguir si los cambios relativos se producen dentro de una línea de expansión o de contracción de la variable de referencia.

2. Estructura financiera de las grandes empresas

2.1. Rasgos estructurales

La estructura financiera de las grandes empresas (13) es precaria en términos de:

a) Su capacidad de maniobra (el fondo de maniobra se reduce a apenas el 4 por 100 del activo neto total) o margen entre la financiación permanente, o a largo plazo, y el valor del activo neto inmovilizado. El aumento de este último contribuye a la mengua del primero, llegando al límite de la solvencia financiera.

b) Su tasa de endeudamiento, que supera el valor del patrimonio neto, aun cuando —como factor positivo— dicho *ratio* se ha reducido en algo más de tres puntos en estos cuatro años (desde el 57,5 por 100 sobre el activo neto total al 53 por 100). La reducción ha provenido sobre todo del endeudamiento no bancario, ya que tanto el valor de la deuda emitida como el de los préstamos bancarios han disminuido y aumentado alternativamente.

Como factores positivos —que marcan una clara diferencia con las PYME— se encuentran la estructura temporal y la composición de su deuda ajena. En efecto:

— predomina con creces el endeudamiento a largo plazo (más del 90 por 100 sobre el total) sobre el a corto;

— el recurso directo al mercado de capitales, mediante la emisión de obligaciones y títulos equivalentes, es importante (creciente a partir del 10 por 100 de 1986), manteniendo, a pesar de ello, un importante volumen de endeudamiento frente al sistema bancario (equivalente a un tercio del activo neto y casi el 60 por 100 de sus recursos ajenos). Las emisiones netas decrecieron un 7 por 100 en términos absolutos en el primer bienio, y han crecido casi un 3 por 100 en el segundo.

Otros dos puntos destacables de sus financiación a corto plazo son los siguientes:

- Los efectos comerciales son muy poco importantes como fórmula de financiación, ya que su saldo a fin de año representa únicamente un 3 por 100 del total de recursos ajenos (14).

- El recurso al mercado monetario (v. gr., pagarés de empresa) es poco notorio, y decreciente en el período de referencia.

2.2. Resultados en el período

La mejora de la posición financiera de las empresas se corresponde con la mejoría de los resultados económicos de la explotación, en particular en el bienio 1988-1989. Así, los gastos financieros

han aumentado en términos absolutos en los cuatro años, pero lo han hecho más rápidamente que éstos en el primer bienio (aumentando en relación con el valor de la producción) y menos en el segundo (disminuyendo, por tanto en términos de *ratio*).

Su relevancia se expresa mejor al comprobar que los gastos financieros son más altos que el resultado bruto de la explotación en el bienio 1986-1987. Sólo por la confluencia de resultados atípicos y revalorizaciones el resultado neto final es positivo.

2.3. Origen y aplicación de fondos

La actuación patrimonial y financiera de estos cuatro años se resume en el cuadro núm. 16, de origen y aplicación de fondos. En el primer bienio, las empresas han utilizado los escasos fondos generados por el negocio (30 por 100 del total de fondos utilizados) y préstamos bancarios a largo plazo (26 por 100) para amortizar emisiones anteriores de obligaciones (5 por 100) y otros préstamos no bancarios (31 por 100), así como para, junto con nuevas aportaciones de fondos de los accionistas (19 por 100) y subvenciones públicas (6 por 100), realizar nuevas inversiones en inmovilizado (64 por 100); principalmente, inversiones materiales (39 por 100).

De la relación hecha de masas patrimoniales resulta un desequilibrio (recursos a largo plazo inferiores a las inmovilizaciones de fondos) que se traduce en la utilización de fondos a corto plazo y la equivalente disminución, ya señalada, del fondo de maniobra (en un 19 por 100 del total de fondos).

El siguiente bienio se caracteriza por una mucho mayor aportación de fondos procedentes del negocio (69 por 100), y menor del exterior (16 por 100), para financiar las inversiones de inmovilizado (62 por 100), y por una reducción esta vez del endeudamiento bancario a largo (14 por 100). La mejora del fondo de maniobra (9 puntos) no se traduce en una mejora de la liquidez o de inversiones financieras a corto plazo, sino en el aumento del capital circulante, principalmente la reposición de existencias (10 por 100) y el saldo de clientes (12 por 100).

2.4. Conclusión

En el cuadro núm. 17, se resume la distribución de las rentas generadas (15) en el conjunto de las grandes empresas, diferenciando la parte absorbida por los titulares de los fondos ajenos utilizados en el negocio, la retribución a los propietarios de la empresa y, finalmente, la capacidad remanente de financiación.

La situación financiera de las grandes empresas vascas se mantiene dentro de un esquema de de-

bilidad, muy condicionado por los resultados del ejercicio. Sus fondos propios o patrimonio neto son bajos en términos relativos, lo que produce un volumen alto de gastos financieros, con grave incidencia sobre los resultados finales.

El recurso directo al mercado de capitales a largo plazo es significativo, aunque prima con mucho el endeudamiento bancario. En el mercado monetario, en cambio, la captación de fondos a corto plazo es poco relevante.

En conjunto, el estrecho fondo de maniobra sugiere la necesidad de ampliar los fondos propios mediante ampliaciones de capital y reducción del endeudamiento.

3. Estructura financiera de las PYME

3.1. Rasgos estructurales

Agrupando a las empresas con menos de 500 empleos en un único grupo, resalta en la estructura de su balance (cuadro núm. 18) el bajo peso del activo inmovilizado neto dentro del activo —relación de 2 a 1 entre el inmovilizado y el circulante— (16). Por contra, el capital circulante de la explotación resulta muy alto, tanto a cuenta del monto de las existencias como del saldo de la cartera de clientes (17). Lo mismo puede decirse del alto porcentaje invertido en tesorería (7 por 100, frente a menos del 2 por 100 en las grandes empresas).

Sus características y rasgos financieros diferenciales se observan claramente en las partidas que engloban la *financiación permanente*: patrimonio neto (recursos propios) y recursos ajenos a medio y largo plazo.

1) El endeudamiento es inferior al 50 por 100 del pasivo remunerado total (44 por 100 en 1989), habiéndose reducido en cuatro puntos en los años considerados (superando en 8 puntos el porcentaje que la partida alcanza para las empresas de más de 500 empleos).

El capital social, el componente más importante del patrimonio neto, se mantiene algo por encima del 26 por 100 —seis y más puntos por encima del valor obtenido para las empresas de más de 500 empleados—, evidenciando la mayor importancia de los recursos iniciales de los promotores para desarrollar el proyecto empresarial. Por contra, las reservas acumuladas y la revalorización de activos son inferiores.

2) Los recursos ajenos (de 23 a 25 puntos menos de peso dentro del pasivo en las PYME que en las grandes empresas) están formados en su práctica totalidad por préstamos de entidades de crédito y otros. Como era de esperar, el peso de las emisiones de obligaciones y bonos es prácticamente nulo entre las PYME (mientras que en las grandes empresas adquieren proporciones signifi-

cativas, hasta el 12 por 100 del pasivo total). Los existentes, emitidos por las empresas de mayor dimensión dentro del grupo, se amortizan casi totalmente en el período.

Se hace patente una menor dependencia (voluntaria o forzosa) de recursos ajenos por parte de las PYME.

3) En relación con la estructura del activo, el fondo de maniobra —financiación permanente menos inmovilizado neto— se sitúa en torno al 15 por 100 del activo neto (trece puntos por encima de las grandes empresas).

4) Las diferencias más significativas proceden, sin embargo, del distinto plazo de la financiación externa: en torno al 20 por 100 en la PYME es deuda a corto plazo (frente al 3 por 100 de las grandes empresas).

Entre las partidas que la componen, los efectos comerciales descontados (10 por 100) constituyen una fuente de financiación típica de la pequeña y mediana empresa. De hecho, presentan una importancia porcentual en el pasivo mayor que los préstamos a corto de entidades de crédito (7 por 100), siendo ambos porcentajes más elevados que para las restantes empresas de la CAPV.

3.2. Resultados en el período

A la vista de la cuenta agregada de resultados (cuadro núm. 19), en el caso de las PYME no se observa una marcada diferencia entre las dos mitades del cuatrienio (menos de un punto en la tasa de resultado económico neto de la explotación), si bien participan también de la mejora general de resultados. La diferencia fundamental radica en el mucho menor peso de los gastos financieros y otros resultados atípicos, lo cual hace que el resultado final les sea más favorable que entre las grandes empresas.

Desde el punto de vista financiero, hay que resaltar que se da una reducción en los gastos financieros en 1987 (por reducción de su endeudamiento), los cuales, en todo caso, alcanzan niveles muy por debajo de los vistos para las empresas mayores (4 por 100 sobre el valor total de la producción).

A resaltar igualmente las bajas dotaciones para amortización y otras provisiones (3 por 100), que apuntan a una política de mantenimiento del capital productivo poco dinámica, minusvalorando el saneamiento y distorsionando la rentabilidad real de la empresa.

3.3. Origen y aplicación de fondos

Las PYME siguen una evolución lineal en estos cuatro años. Como se ha indicado, el *cash-flow* (recursos generados) es más estable (dos tercios

del total de recursos utilizados), lo que da similitud a las operaciones de los dos subperíodos.

Junto al *cash-flow* generado, las PYME han aportado nuevos fondos propios (5 por 100 y 3 por 100), incrementando su endeudamiento bancario (4 por 100 y 3 por 100) y no bancario (en 1989) para invertir en inmovilizado material (37 por 100 y 28 por 100) y en inversiones financieras (17 por 100 y 23 por 100), mejorando en conjunto el fondo de maniobra (18).

En cuanto a los flujos del circulante, han aumentado los valores de *stocks* de existencias y los saldos de las carteras de clientes y de proveedores (a un tiempo), en línea con el retroceso de la utilización de los efectos comerciales. Alternativamente, han aumentado los préstamos bancarios a corto plazo.

3.4. Conclusión

En el cuadro núm. 21, se recoge la distribución de rentas generadas por las empresas de menos de 500 empleos. A diferencia de las empresas mayores, la carga fiscal aumenta, y el porcentaje captado por los prestamistas apenas tiende a disminuir. La contención de los gastos de personal en relación con el total de rentas generadas permite, sin embargo, aumentar la cuota correspondiente a retribuir a los accionistas y la autofinanciación.

Las PYME tienen una estructura financiera más sólida que la de las grandes empresas si se tiene en cuenta, únicamente, el *ratio* entre el inmovilizado y los fondos permanentes. Resultan, sin embargo, llamativos los *ratios* sustancialmente menores de inmovilizado y bajas tasas de amortización, que puede ocultar una baja capitalización (19) y una política de costes que sobrevalora los resultados. Las diferencias entre las PYME y el total de empresas (sesgado hacia las empresas mayores) se recogen en el cuadro núm. 22.

Los datos no permiten discernir si el bajo recurso al endeudamiento bancario en la financiación de las nuevas inversiones se debe a una política de autofinanciación consciente o a dificultades de acceso al crédito. *De facto*, pues, la financiación de la expansión de la empresa está condicionada por los resultados de la explotación.

Como mejora constatada en el período, hay que citar la reducción del peso de la financiación a corto, que, sin embargo, retiene una importancia excesiva en relación con el endeudamiento total (45 por 100 en 1986 y 41 por 100 en 1989).

4. Estructura financiera de las PYME industriales

4.1. Rasgos estructurales

Las distintas características (tecnológicas y de otros tipos) de la actividad económica condicionan,

obviamente, la estructura y necesidades financieras de las empresas. De aquí que en este epígrafe se vuelva a realizar el examen contable anterior sobre el grupo de empresas con menos de 500 empleos que desarrollan una actividad de tipo industrial.

Se observa aquí (cuadro núm. 23) que:

- Sorprendentemente, las PYME industriales disponen de un inmovilizado inferior en 11 puntos, sobre el total del activo, respecto del resultante para el conjunto antes examinado de PYME. Consecuentemente, cabe pensar que las empresas industriales del País Vasco se están descapitalizando (el valor inicial del inmovilizado es similar en porcentaje al del conjunto de las PYME, pero se encuentra amortizado en mayor proporción), o bien que los balances no recogen adecuadamente la realidad patrimonial de la empresa (20).

- En cambio, el patrimonio neto de las empresas industriales supera al de las PYME en más de tres puntos. Como se ha visto para el conjunto, las empresas tienen una considerable historia, ya que el valor de las reservas acumuladas es casi de la misma entidad que el capital social.

- A la recíproca, la tasa de endeudamiento es inferior (en torno al 40 por 100 del pasivo remunerado), aunque creciente (crecimientos nominales del 8 por 100 y 19 por 100 en ambos bienios de fuerte inversión).

- El peso de la financiación a corto plazo es muy alto, con un alarmante desequilibrio respecto de la deuda a largo. Afortunadamente, este desequilibrio se ha ido corrigiendo en estos cuatro años, dándose la siguiente evolución de los *ratios* largo/corto: 30/14, 28/14, 25/17, 23/18 (en porcentaje sobre el total del pasivo remunerado).

- Sin embargo, el principal componente de la financiación a corto es el descuento comercial, que sufre un retroceso claro en el primer bienio. En el segundo, aumentan tanto los préstamos bancarios como el descuento de efectos.

- El sesgo hacia el corto plazo parece propiciar también que exista una tesorería importante (10 por 100 del activo neto).

4.2. Resultados en el período

Los resultados finales difieren muy poco de lo visto al tratar del conjunto de las PYME (cuadro número 24). Los cuatro años reflejan una evolución estacionaria, con ganancias en los resultados netos finales que provienen más de la reducción de la carga financiera y de los resultados atípicos que de la mejora en la rentabilidad económica de la explotación: en efecto, el resultado económico mejora 1,5 puntos y el total 4 (tras los gastos financieros netos y los atípicos).

Con todo, la *incidencia* de esta estructura financiera en los resultados de la explotación, a través de los gastos financieros, es poco importante: en torno al 3 por 100 del valor de producción, aunque en determinados años puede suponer más del 50 por 100 de los resultados netos de la explotación.

4.3. Origen y aplicación de fondos

El origen y aplicación de los fondos es también bastante similar en los dos subperíodos contemplados en el cuadro núm. 25, con el componente principal en el *cash-flow* generado por las empresas (72 por 100 a 66 por 100 del total de recursos).

Las nuevas aportaciones de capital por parte de los accionistas son poco importantes en conjunto (2 por 100 y 4 por 100), similares a las subvenciones de capital percibidas de la Administración pública. El endeudamiento a largo (bancario y no bancario) es otro componente que se acelera en 1989. En 1987, se recogen también emisiones de obligaciones por pequeña cuantía que afectan a las empresas mayores del intervalo.

En conjunto, los fondos permanentes captados o generados (83 por 100) superan las inversiones inmovilizadas (53 por 100 y 59 por 100), por lo que mejora el fondo de maniobra. Cabe resaltar la importancia de las inversiones financieras, como antes se ha indicado, que cubren el 24 por 100 de los recursos captados en 1989.

En los movimientos del circulante, aumenta el valor de las existencias y de la cartera de clientes (también el de proveedores).

4.4. Conclusión

La distribución de las rentas generadas figura en el cuadro núm. 26. La situación es muy similar a la obtenida para el conjunto de las PYME, si bien el punto de partida es algo más desfavorable (en términos financieros) en lo tocante al porcentaje de renta absorbido por el capítulo de personal. La mejora en este apartado permite llegar al mismo nivel de autofinanciación, apoyándose en una menor detracción por parte de los titulares de fondos ajenos.

La estructura financiera de las PYME industriales se presenta débil, por falta de capitalización, y muy sesgada hacia el corto plazo, lo cual supone un peligro no sólo de cara a las coyunturas recesivas, sino para la financiación de un proceso continuado de renovación y expansión empresarial.

5. Conclusiones

5.1. Incidencia de la actividad sectorial

La generalización de las conclusiones al conjunto de empresas de una u otra dimensión no puede pasar por alto las distintas necesidades —y, por tanto, estructuras— que plantean, según que la

actividad productiva sea de un tipo u otro, incluso dentro del grupo industrial. La casuística es, desde luego, muy variada, como se aprecia en el cuadro número 27.

5.2. PYME versus grandes empresas

La diferente estructura financiera de las empresas según su tamaño y sector de actividad ha quedado de manifiesto en los cuadros anteriores. En el cuadro núm. 28, se sintetizan las diferencias.

- En las grandes empresas vascas dominan los recursos ajenos (53 por 100 del pasivo remunerado total); en las pequeñas y medianas, los propios (56 por 100).

- En las grandes empresas prevalece el endeudamiento a medio y largo plazo (49 por 100 del pasivo total frente a sólo un 4 por 100 el endeudamiento a corto) mientras que en las restantes está equilibrado (26 por 100 *versus* 18 por 100). Sin embargo, las PYME industriales ofrecen una peligrosa relación inversa (18 por 100 frente a 23 por 100).

- Los recursos ajenos (37 por 100) provienen de préstamos de entidades de crédito en las grandes empresas (70 por 100 del total de recursos ajenos), bastante más que en las restantes empresas (21 por 100; o sea, 47 por 100 del total de recursos ajenos).

Además, si se compara la estructura a largo plazo de las empresas de la CAPV con la de las de España (cuadro núm. 28), se comprueba que en aquéllas es más favorable.

Con todo, la lectura aislada de estos porcentajes puede inducir a conclusiones erróneas. En efecto, la estructura porcentual del pasivo no es suficiente para valorar la capacidad de autofinanciación de la empresa, y menos aún su suficiencia en relación con sus necesidades de inversión.

En efecto, cabría pensar que la estructura financiera es más sólida en las pequeñas empresas que en las grandes porque su porcentaje de recursos propios es mayor. Pero los datos no permiten diferenciar si el mayor peso de los recursos propios se debe a la robustez de la política financiera de la PYME o es la consecuencia forzosa de una mayor dificultad para acceder al crédito bancario. La consecuencia es inmediata: de prevalecer esta última razón, la PYME sin capacidad para aumentar sus fondos propios se enfrentaría a una limitación de recursos para financiar inversiones de ampliación.

Aún así, la lectura directa de los datos ya pone de manifiesto que cualquier supuesta fortaleza se compensa por el hecho de que en las PYME la estructura temporal de los fondos ajenos está más sesgada hacia el corto plazo; en particular, por la

mayor importancia (aunque decreciente) del descuento de letras.

Una matización importante a todo el conjunto de datos anteriores proviene del hecho, evidente, de que los datos aportados son valores medios, por lo que una parte importante de las empresas puede estar enfrentándose a estructuras financieras mucho más débiles que las apuntadas (y viceversa).

Buen ejemplo de ello lo proporciona el cuadro número 30, en el que se aprecia la distribución de empresas industriales según su tasa de endeudamiento, definida ésta como la relación entre los fondos ajenos y los fondos propios.

Por efecto dimensión, resulta que si bien el balance agregado del conjunto de las PYME industriales arroja una tasa de fondos ajenos sobre fondos propios igual a 69 por 100 (cfr. cuadro 33), la media de las tasas empresariales (no ponderada) es más alta: 78 por 100. Pero, además, aproximadamente una de cada tres empresas industriales con menos de 500 empleos arroja una tasa superior al 100 por 100; es decir, sus fondos ajenos superan a los propios.

III. POTENCIAR LOS RECURSOS PROPIOS: UN OBJETIVO ESTRATEGICO

1. Debilidad fundamental

En la exposición precedente, se ha destacado repetidamente la debilidad generalizada de la estructura financiera de las empresas, tanto por su tasa de endeudamiento como por la estructura temporal de esta última. El refuerzo de los fondos propios se convierte, pues, en un objetivo estratégico de cara a un mercado que se caracteriza por la innovación y la competitividad.

El mercado de capitales ofrece una alternativa a las empresas a la hora de captar recursos para financiar sus operaciones, bien a través de emisiones de renta fija (que no alteran la titularidad patrimonial de la empresa), bien mediante emisiones de renta variable (acciones). Sin embargo, a pesar de que, en ocasiones, las emisiones alcanzan volúmenes importantes, su importancia relativa en relación con el sistema crediticio para el común de las empresas es marginal.

En efecto, las emisiones netas en títulos de renta fija de las empresas no financieras (para el conjunto de España) representan el 24 por 100 del incremento neto del crédito *productivo* en 1985, y el 45 por 100 en 1986, mientras que las emisiones de acciones ascienden al 42 por 100 y 69 por 100 de dicha cifra de referencia, respectivamente. Sin embargo, a partir de 1987, la amortización de emisiones de obligaciones supera el valor de las nuevas emisiones, y las emisio-

nes de acciones con aportación de fondos se reducen (cuadro núm. 31).

Pero, además, son muy pocas las empresas que realizan emisiones: fundamentalmente, las empresas públicas y las eléctricas, si bien se observa una introducción creciente de otras empresas en el último trienio (cuadros núms. 32 y 33), representando ya un 17 por 100 de los *salvos vivos* totales a fin de 1990.

Otro tanto puede decirse del mercado financiero a corto plazo, donde las emisiones brutas de pagarés han alcanzado volúmenes notables (cuadro número 34), si bien los cinco principales emisores representan una parte muy importante, aunque fluctuante y en retroceso.

Comparando *salvos vivos*, a pesar de la indudable importancia de las fuentes alternativas al sistema financiero, es obvio (cuadro núm. 33) que la importancia del crédito como instrumento de financiación no sólo es indudable, sino que mantiene una trayectoria creciente.

Es claro, además, que las pequeñas y medianas empresas apenas tiene posibilidad de recurrir directamente al mercado como alternativa al endeudamiento bancario (v. gr., emisión de pagarés). Por tanto, sus recursos ajenos, además del crédito de proveedores, son en la práctica exclusivamente bancarios.

La inmensa mayoría de las empresas, y de las PYME en particular, encaja mal dentro de los supuestos operativos de las sociedades de inversión y de capital riesgo. Sin embargo, existe la posibilidad de utilizar (desarrollándolos) instrumentos adecuados para este fin, instrumentos que ya han sido rodados en otros países (v. gr., Alemania) y que, aunque con otros fines, han sido también utilizados en España: los créditos participativos.

2. Reforzar los fondos propios

En función de la capacidad financiera del empresario y la relevancia económica de la inversión, pueden darse diversos supuestos de captación de fondos. Simplificando al máximo, serían los siguientes:

1) El promotor empresario aporta al negocio sus propios recursos (y, en su caso, los de sus otros socios).

2) El empresario obtiene del sistema financiero (banca y cajas de ahorros, fundamentalmente) un préstamo (con o sin garantía) a devolver en un plazo determinado y a un coste habitualmente fijo (o indicado en función de parámetros *externos a la empresa*).

3) Con frecuencia, una operación por endeudamiento, incluso avalada, puede tropezar con un *ratio* fondos propios/fondos ajenos demasiado bajo.

Si los accionistas no pueden aportar nuevos fondos propios, la solución estará en buscar *nuevos socios*. Cuando esto no sea factible, cabrá recurrir a una sociedad financiera que aporte los fondos precisos, asumiendo o no el carácter formal de socio de la empresa. Es el caso de diversas modalidades de sociedades de participación o de capital riesgo cuyo móvil es el beneficio esperado de la operación, tanto a través de los dividendos que generará la inversión como a través de las plusvalías que se obtengan en el momento de la desinversión. En líneas generales:

- La sociedad aporta fondos que, a todos los efectos, son propios, y cuyo coste es "nulo" (en función de los resultados) o bastante menor que el endeudamiento.
- La sociedad participante puede no intervenir en la gestión de la empresa (participación con "manos libres"), pero puede pactarse una presencia activa en el consejo.
- La recuperación del capital aportado está convenida en líneas generales (v. gr., a partir de qué plazo, en qué condiciones de valoración y a quién puede transmitirse).

4) En mercados financieros bien desarrollados y con tradición bursátil (tanto entre las empresas como entre los pequeños ahorradores), cabe una posibilidad adicional: el promotor puede acudir al mercado bursátil para buscar directamente entre los ahorradores los recursos que su empresa precisa, bien por medio de préstamos (emitiendo obligaciones varias), bien por medio de captación de accionistas (colocando acciones):

- El tipo de interés es menor que el de los préstamos bancarios, si bien existen otros costes: en primer lugar, el coste de la emisión y colocación de la operación; después, los costes de aportación periódica de información (mayor o menor según el mercado en el que coticen).
- La retribución ha de ser competitiva con el mercado para asegurarse el éxito de la emisión y (en el caso de las acciones) para mantener los valores de cotización de los títulos.
- Los promotores mantienen el control de la empresa siempre y cuando el paquete sacado a Bolsa sea suficientemente pequeño. Pero pierden capacidad de controlar sucesivas transacciones de las acciones.
- La recuperación de las participaciones se hará en las condiciones pactadas en la emisión (obligaciones) o con base en las reglas del mercado bursátil (acciones).

Con frecuencia, la desinversión de la participación de las sociedades de participación contempladas en este caso se realiza precisamente a través de su colocación en Bolsa.

La opción 3) está limitada a empresas con alto potencial de rentabilidad. La opción 4) sólo es rentable para grandes operaciones, por lo que únicamente resulta accesible a grandes empresas. Por tanto, en la práctica, las PYME sólo pueden financiar su actividad empresarial a través de fondos propios y del endeudamiento bancario.

Este es el contexto en el que se enmarca la propuesta de utilización de una figura ya existente en la legislación española, aunque con carácter muy restrictivo: los créditos participativos, a la manera y semejanza de figuras existentes con carácter general en otros países como, por ejemplo, Alemania, (21). Esta figura vendría a cubrir el hueco existente entre el préstamo ordinario y la captación de fondos por toma de participación en el capital de una empresa.

3. El crédito participativo

3.1. El crédito participativo y la reconversión industrial

La figura del crédito participativo no resulta realmente novedosa, ya que se encuentra regulada en un contexto específico: los planes estatales de reconversión industrial.

Su tratamiento jurídico se recoge en el artículo 11 de la Ley 27/84, de 26 de julio, de Reconversión y Reindustrialización, y en la regulación subsiguiente (22). Sus características principales son las siguientes:

- Se trata de *préstamos a largo plazo de carácter participativo* en los que el tipo de interés consta de dos tramos, uno fijo y otro variable, calculado éste en función de los beneficios obtenidos por la empresa en el ejercicio precedente (23). En este sentido, el prestamista *participa* de forma limitada en el riesgo del negocio.

La suma de ambos tramos no podrá exceder de un límite, igualmente pactado, que en el caso de los créditos otorgados por el Banco de Crédito Industrial no será superior en tres puntos al tipo preferencial en operaciones a largo plazo fijado al 1 de enero precedente.

- Su vigencia es de quince años, de los que al menos tres son de carencia. Se amortizan en anualidades constantes, si bien puede anticiparse su cancelación cumpliendo la restricción siguiente: que se realice una aportación equivalente de fondos propios *nuevos* (es decir, que no provengan de regularización de activos). Esto se justifica con base en el objetivo de no perjudicar la relación existente entre recursos propios y ajenos (en detrimento de los primeros), razón de ser del crédito participativo.

- Los préstamos participativos tienen la consideración de *fondos propios* para apreciar la solvencia financiera de la empresa deudora. Por ello, se inscriben en una línea especial del balance tanto del prestamista como del prestatario. Sin embargo, para este último, tanto los intereses fijos como los variables se consideran gasto deducible a efectos de la base imponible del impuesto sobre sociedades.

- En lo tocante a la prelación de créditos, los acreedores por préstamos participativos se sitúan después de los acreedores comunes. Los créditos participativos son todos del mismo rango.

- El titular del crédito participativo no interviene de ninguna forma en la gestión de la empresa participada. Ahora bien, el beneficiario tiene la obligación de *aportar información (auditada) periódica* para dar a conocer de forma fiable la evolución de la empresa, tanto más cuanto que la retribución variable se calcula a partir de sus resultados.

3.2. Generalización del préstamo participativo

La regulación anterior conforma un instrumento financiero perfectamente adaptable a cualquier empresa (sin que tenga que estar acogida a plan de reconversión alguno) que precise un reforzamiento de sus fondos propios. Lo que hace el préstamo participativo es, realmente, crear una *apariencia* (24) de mayor solvencia patrimonial con la expectativa de que, al término de su vigencia, el titular haya generado fondos bastantes (vía beneficios) no sólo para devolver el préstamo, sino además para haber acumulado reservas.

Se trata, pues, de crear/utilizar un instrumento crediticio con las características siguientes:

- Préstamo a largo plazo. Dada la estructura actual de préstamos de las entidades financieras, dicho plazo podría estipularse en los 10 años.

- Tipo de interés en dos tramos: uno mínimo, fijo, y otro variable, calculado en función de la rentabilidad de la empresa prestataria. La totalidad de los costes financieros tienen consideración de gasto deducible (25).

- La prelación del préstamo participativo sólo antecede al derecho de los propietarios. Por tanto, en caso de quiebra, apenas tiene más valor que las acciones de la empresa. En consecuencia, a efectos de presentación del balance de la empresa, se catalogan como fondos propios.

Dado que su uso es nulo, puede pensarse que un instrumento de este tipo resultará a la postre caro para la empresa prestataria si es que ha de ser rentable para el prestamista. Experiencias en otros países europeos así lo atestiguan. Por tanto, su introducción efectiva habrá de ir acompañada por otras medidas complementarias y, en su caso,

por el apoyo de la Administración pública, si es que realmente lo exige una prioridad estratégica de competitividad empresarial.

Tales medidas complementarias podrían ser las siguientes:

- 1) Bonificación de puntos de interés para reducir el coste global del préstamo para la empresa. Tal bonificación sólo sería admisible en el marco de una política de apoyo financiero a la inversión, con establecimiento de objetivos prioritarios y con carácter transitorio.

- 2) Utilización del aval de las sociedades de garantía recíproca, complementado con un reaval automático y solidario por parte de la Administración pública, en los términos a definir dentro de la citada política de apoyo financiero a la inversión (26).

Por otra parte, la aplicación de estas medidas subsidiadoras o incentivadoras puede hacer conveniente la creación de una sociedad específica o diferenciada para la concesión de este tipo de préstamos.

4. Es un proyecto piloto para el País Vasco

4.1. Esquema general

El País Vasco reúne varias condiciones que hacen posible experimentar, con menor riesgo, la implantación de una sociedad de préstamos participativos enmarcada en un proyecto cooperativo (no comercial); son las siguientes:

- La dilatada experiencia en materia de convenios públicos de financiación a largo plazo, con una aceptación importante por parte de las entidades financieras locales.

- La fuerte implantación de la sociedad de garantías recíprocas, la más importante del Estado.

- La autonomía fiscal de las diputaciones forales, que les permite clarificar los tratamientos fiscales ambiguos que podrían entorpecer el funcionamiento de los créditos participativos.

En consecuencia, es factible concebir, en el panorama financiero-empresarial del País Vasco, una SPP con los siguientes elementos (27):

- Una entidad instrumental, con un reducido capital social, como simiente de los primeros préstamos participativos.

- La sociedad de garantías recíprocas como avalista de las operaciones y, en su caso, como soporte del proceso de análisis y evaluación empresarial de los prestatarios.

- Las entidades financieras como refinanciadoras de los préstamos otorgados por la SPP en el marco de un convenio de financiación suscrito con la Administración pública.

- La Administración pública como reavalista y subvencionadora de los préstamos de refinanciación, dentro de un convenio de financiación que asuma como objetivo estratégico de la competitividad empresarial el fortalecimiento de la estructura financiera de las empresas.

4.2. Un escenario financiero posible

La intención de incluir un escenario específico para la implantación de una SPP no tiene más objetivo que determinar de forma simple la dimensión del esfuerzo financiero y los resultados que se obtendrían con base en el esquema propuesto.

La cuestión a la que se quiere dar respuesta es la de determinar la dimensión y las necesidades financieras de la SPP. Para ello se parte de los siguientes objetivos de crecimiento (28):

- Un volumen de 1.000 millones de pesetas en préstamos participativos en su primer año de funcionamiento.

- Un volumen de 3.500 millones (en pesetas constantes) al término del décimo año de funcionamiento, a partir del cual se mantiene constante.

Las incógnitas más importantes para establecer las necesidades de financiación de la sociedad son el coste de sus recursos y la rentabilidad de sus préstamos.

a) Coste de refinanciación

Sobre un coste de refinanciación del 14 por 100, se pueden admitir los siguientes tipos de bonificación:

- seis puntos porcentuales en los cinco primeros años de la sociedad;
- tres puntos durante los cinco años siguientes;
- nada a partir del décimo año.

La cuantía máxima de la refinanciación se fija en el 90 por 100 de los préstamos otorgados, si bien la proporción efectivamente utilizada se determina en función de las necesidades de movilización de recursos y del coste alternativo de las diversas fuentes disponibles (fondos propios y endeudamiento a largo).

b) Rentabilidades de los créditos participativos

El supuesto de partida es que se establece un tipo de interés fijo (mínimo) del 8 por 100 y un tramo variable que no puede superar los 10 puntos adicionales. Por tanto, su recorrido es de 8 por 100 a 18 por 100, si bien se ha supuesto una rentabilidad media del 14,5 por 100. Esta simplificación merece un comentario más reposado.

Los ingresos procedentes de los créditos participativos dependen de la rentabilidad esperada de la empresa prestataria. Para obtener un simulacro de resultados, se ha supuesto que la clientela de la

SPP sigue una distribución similar a la del conjunto de las empresas vascas. En el cuadro núm. 36 se exhibe la distribución histórica de resultados empresariales (resultado neto después de impuestos sobre fondos propios), en el período 1984-1989, recogidos por la Central de Balances para empresas vascas de menos de 500 empleos.

Por tanto, una empresa situada en el primer tramo (pérdidas) pagaría un 8 por 100 por su préstamo participativo (tramo variable nulo), mientras que si se encontrase en el tramo superior de la tabla debería pagar a la SPP por sus créditos un 18 por 100 (8 por 100 del tramo fijo más un 10 por 100 por su tramo variable).

Cada año, la distribución es distinta, por lo que, a efectos de la simulación, podría utilizarse el valor medio del período (valor medio 15,3 por 100). Sin embargo, se ha preferido seguir un criterio más conservador, optando por la media de los años 1984 y 1985, que arroja una rentabilidad media para el préstamo participativo del 14,6 por 100 (29).

Los principales resultados se resumen en el cuadro núm. 37 para tres momentos claves del escenario adoptado: El primer año —1992—, al término del período subvencionable —2002— y al inicio del período estacionario —2012— (30). Resulta así que al término de este período se habrá alcanzado un volumen máximo de algo menos de 34.000 millones de créditos participativos (31).

Se parte de un volumen mínimo de recursos propios (101 millones el año inicial, que se incrementan a 201 en los dos años siguientes), el cual, gracias al apoyo público instrumentado a través de un mecanismo generoso de refinanciación privilegiada del 90 por 100 de las participaciones otorgadas, permite acumular unos fondos propios importantes (32) —casi 2.500 millones en 10 años, tres veces esta cifra a los 20—, de modo que, a partir de ese momento, la sociedad es capaz de mantener su trayectoria sin subvenciones en el tipo de interés (aunque se retiene el tipo de interés preferente del 14 por 100) con una cota de refinanciación inferior (75 por 100 del importe de los préstamos otorgados).

La rentabilidad final es, desde luego, baja (3,2 por 100), pero coherente con los objetivos marcados a la sociedad y con su fuente de financiación (los beneficios generados a lo largo de 10 años de subvenciones).

NOTAS

(*) Ikerketarako Euskal Institutoa. Instituto Vasco de Estudios e Investigación.

(1) A fin del primer semestre de 1991, la cuota vasca sobre el total de créditos de España repunta ligeramente, alcanzando el 7,0 por 100.

(2) A la inversa, un desarrollo territorialmente desigual de los fondos de inversión puede alterar las cuotas de mercado de los

depósitos, ya que aquéllos -como instrumento de desintermediación que son- no figuran en los balances de las entidades financieras.

(3) Con el pico ya observado del bienio 1989-1990.

(4) Las estadísticas se refieren a establecimientos y no a empresas, aun cuando en el texto se utilice esta última expresión.

(5) Recuérdese que, en realidad, se está hablando de grandes establecimientos, no de grandes empresas, que pueden desplegar una actividad creciente en varias unidades productivas de menor dimensión.

(6) No existían datos disponibles para 1990 en el momento de la realización de este apartado. En un estudio anterior de IKEI (1988) se cubrió en el período 1981-1986.

(7) Como es sabido, los datos de la Central de Balances se recogen cada año, y en ellos la empresa responde tanto a los datos del último año como a los del precedente.

(8) Se da únicamente la de 1989, para evitar repeticiones.

(9) En 1986 y 1987. Para los dos años siguientes, las proporciones de los tres subgrupos se mantienen, pero en número absoluto menguan en un 25 por 100.

(10) No existe información equivalente para el conjunto de las empresas de la CAPV.

(11) Dado que la muestra no es aleatoria, no puede, en ningún caso, hablarse de representatividad en el sentido estadístico del término.

(12) Se prescinde de presentar los cuadros para el total de empresas porque carecen de significado especial.

(13) Recuérdese que se trata de un grupo formado por 40 empresas en el primer bienio y por 28 en el segundo.

(14) Esto no implica que la utilización de las letras de cambio u otros efectos comerciales a corto plazo no sea habitual. Pero su saldo en un momento dado (a fin de año) sigue una trayectoria declinante.

(15) A estos efectos, las rentas generadas se definen como el valor añadido bruto generado por la explotación, más los tributos e impuestos, así como los resultados atípicos, tales como los ingresos financieros, resultados de la cartera de valores, etcétera.

(16) Esta característica se acentúa entre las PYME industriales.

(17) Tanto clientes como proveedores alcanzan valores porcentuales mucho más elevados que en las grandes empresas, lo que equivale a decir que la "financiación empresarial" es más importante que la bancaria. El saldo comercial (clientes menos acreedores) es más alto que el saldo de los efectos comerciales descontados.

(18) Posiblemente, tomas de participación en otras empresas para tomar posiciones de cara a los procesos de reestructuración sectorial.

(19) Que puede verse afectada por la existencia de ese tercio de empresas de servicios, cuyos *ratios* capital/producto son, en general, inferiores a los de las empresas industriales.

(20) El patrimonio de algunas empresas industriales (empresas familiares) podría estar registrado a nombre de los propios empresarios, por lo que no figuraría en el activo de la empresa.

(21) Se trata de las "participaciones en capital" (*Kapitalbeteiligung*). Contra lo que su nombre indica a primera vista, realmente son préstamos de carácter participativo.

(22) Artículo 4 del Real Decreto 2001/84, de 24 de octubre, Real Decreto 1470/88, de diciembre.

(23) La retribución variable es un porcentaje igual al tanto por ciento que supongan los beneficios brutos de la empresa sobre los recursos propios, incluyendo en ellos los créditos participativos. Para el cálculo de dichos beneficios, las amortizaciones reales no podrán superar los coeficientes técnicos fijados por el Ministerio de Economía y Hacienda con carácter general, o los que correspondan a planes de amortización acelerada debidamente aprobados. A fin de estimular el ahorro empresarial, el Real Decreto 1470/88 determina que el tipo aplicable sea el que resulte del *ratio* entre los beneficios *distribuidos* y el capital propio.

(24) Apariencia porque se refuerza con un préstamo de terceros. Pero apariencia real, ya que la prelación que le afecta sitúa al prestamista al mismo nivel que los propietarios.

(25) O, dicho a la inversa, el tramo variable no tiene consideración de *distribución de beneficios*.

(26) El aval solidario, a diferencia del segundo aval existente en la mecánica típica de las sociedades de garantía recíproca, implica una participación efectiva en el riesgo de cada crédito avalado, y no del conjunto de riesgos de la SGR.

(27) El Plan industrial del País Vasco, aprobado por el Parlamento Vasco el 10 de enero de 1992, incluye, entre las medidas aprobadas, la creación de una sociedad como la que aquí se propone.

(28) No hay ninguna razón para asumir estos objetivos sino la de dar concreción al ejercicio. En todo caso, se trata de un objetivo prudente.

(29) Utilizando otros criterios alternativos -v. gr., de rentabilidad económica sobre activo neto- se obtiene una rentabilidad media del 14,5 por 100.

(30) Cuando el flujo de amortizaciones coincide con el flujo de nuevos préstamos otorgados.

(31) Cifra importante, pero que sólo supone en torno al 5 por 100 de los préstamos a largo plazo del sistema financiero vasco en 1990.

(32) No se produce ninguna distribución de beneficios, que se acumulan íntegramente a reservas.

CUADRO NUM. 1
EVOLUCION DEL SISTEMA CREDITICIO DE LA CAPV
(En miles de millones de pesetas)

AÑO	CREDITOS		DEPOSITOS		PIB a p.m.	
	TOTAL	CUOTA	TOTAL	CUOTA	TOTAL	CUOTA
1983	1.046,6	7,17	1.433,1	7,73	1.474,5	6,63
1984	1.082,9	7,40	1.610,0	7,68	1.648,4	6,56
1985	1.233,9	7,73	1.665,1	7,50	1.830,9	6,56
1986	1.327,2	7,57	1.851,9	7,73	2.033,5	6,36
1987	1.496,7	7,33	2.137,9	7,90	2.266,4	6,37
1988	1.679,7	7,03	2.339,2	7,63	2.549,7	6,35
1989	2.026,7	7,37	3.264,7	9,14	2.878,2	6,39
1990	2.125,7	6,91	3.379,9	8,45	3.165,5	6,32

Cuota: Porcentaje sobre total España.

Fuente: Banco de España y Eustat. PIB 1989 y 1990, estimación IKEI.

CUADRO NUM. 2
SISTEMA CREDITICIO Y PIB

	Saldo créditos/PIB			Saldo depósitos/PIB		
	CAPV	ESPAÑA	CAPV/ESPAÑA	CAPV	ESPAÑA	CAPV/ESPAÑA
1983	0,71	0,66	1,08	0,97	0,80	1,21
1984	0,66	0,58	1,13	0,98	0,80	1,22
1985	0,67	0,57	1,18	0,91	0,76	1,20
1986	0,65	0,55	1,19	0,91	0,75	1,21
1987	0,66	0,57	1,15	0,94	0,76	1,24
1988	0,66	0,59	1,11	0,92	0,76	1,20
1989	0,70	0,61	1,15	1,13	0,79	1,43
1990	0,67	0,61	1,09	1,07	0,80	1,34

Fuente: Banco de España y Eustat. PIB 1989 y 1990, estimación IKEI.

CUADRO NUM. 3
EVOLUCION DEL CREDITO AL SECTOR PRIVADO. ESPAÑA
(En miles de millones de pesetas)

AÑO	TOTAL	A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS					
		TOTAL	S. PRIM.	S. INDUS.	CONSTR.	COMERC.	SERVICIOS
1983	14.213 (100)	10.404 (73)	454 (3)	5.403 (38)	1.164 (8)	1.293 (9)	2.090 (15)
1984	14.161 (100)	10.384 (73)	463 (3)	5.742 (41)	1.198 (8)	1.268 (9)	1.791 (13)
1985	15.283 (100)	11.284 (74)	510 (3)	6.263 (41)	1.108 (7)	1.332 (9)	2.072 (14)
1986	16.705 (100)	11.876 (71)	564 (3)	6.240 (37)	1.149 (7)	1.515 (9)	2.408 (14)
1987	19.463 (100)	13.348 (69)	644 (3)	6.419 (33)	1.338 (7)	1.768 (9)	3.179 (16)
1988	22.720 (100)	15.055 (66)	781 (3)	6.441 (28)	1.706 (8)	2.133 (9)	3.993 (18)
1989	26.241 (100)	16.832 (64)	846 (3)	6.975 (27)	2.277 (9)	2.581 (10)	4.153 (16)
1990	28.927 (100)	18.745 (65)	943 (3)	7.460 (26)	2.827 (10)	2.735 (9)	4.780 (17)

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 4
CREDITO TOTAL Y A LA EMPRESA POR TIPO DE ENTIDAD FINANCIERA
(En miles de millones de pesetas)

AÑO	CREDITO TOTAL (SALDOS)			A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS		
	TOTAL	BANCOS	CAJAS	TOTAL	BANCOS	CAJAS
1983	14.213 (100)	10.193 (72)	3.565 (25)	10.404 (100)	8.659 (83)	1.744 (17)
1984	14.161 (100)	9.952 (70)	3.728 (26)	10.384 (100)	8.662 (83)	1.722 (17)
1985	15.283 (100)	10.687 (70)	4.058 (27)	11.284 (100)	9.384 (83)	1.901 (17)
1986	16.705 (100)	11.389 (68)	4.725 (28)	11.876 (100)	9.716 (82)	2.160 (18)
1987	19.463 (100)	12.865 (66)	5.917 (30)	13.348 (100)	10.672 (80)	2.675 (20)
1988	22.720 (100)	14.640 (64)	7.395 (33)	15.055 (100)	11.758 (78)	3.297 (22)
1989	26.241 (100)	16.524 (63)	8.940 (34)	16.832 (100)	12.622 (75)	4.211 (25)
1990	28.927 (100)	18.101 (63)	9.945 (34)	18.745 (100)	14.035 (75)	4.710 (25)

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 5
CREDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS
(Porcentaje sobre total saldo de créditos)

AÑO	TOTAL	BANCOS	CAJAS
1983	73	85	49
1984	73	87	46
1985	74	88	47
1986	71	85	46
1987	69	83	45
1988	66	80	45
1989	64	76	47
1990	65	78	47

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 6
ESTRUCTURA DEL SISTEMA CREDITICIO DE LA CAPV
(En miles de millones de pesetas)

AÑO	TOTAL	CREDITO AL SECTOR PUBLICO	CREDITO AL SECTOR PRIVADO			
			TOTAL	BANCOS	CAJAS A. COOP. CDTO	
1988	1.679,7 (100)	65,1 (4)	1.614,6 (96)	900,3 (54)	564,6 (34)	149,7 (9)
1989	2.026,7 (100)	72,4 (4)	1.954,(3) (96)	1.135,8 (56)	636,2 (31)	182,2 (9)
1990	2.125,7 (100)	97,3 (5)	2.028,3 (95)	1.136,8 (53)	708,8 (33)	182,8 (9)

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 7
LA EMPRESA INDUSTRIAL VASCA: DIMENSION Y ACTIVIDAD SECTORIAL, 1989

	3-99				100-499			
	Núm. de establecimientos	Porcentaje	Personal	Porcentaje	Núm. de establecimientos	Porcentaje	Personal	Porcentaje
Energía y agua	61	88,4	812	14,7	5	7,2	854	15,5
Metálicas básicas	82	65,6	1.875	8,4	30	24,0	7.335	32,9
Industrias no metálicas	299	95,8	3.681	48,7	11	3,5	2.165	28,6
Química	172	89,1	3.876	45,0	20	10,4	3.838	44,6
Construcciones metálicas	863	94,3	13.461	50,5	46	5,0	8.237	30,9
Artículos metálicos	1.136	95,1	16.251	52,3	55	4,6	10.350	33,3
Maquinaria	715	92,4	14.857	54,1	56	7,2	10.753	39,1
Material eléctrico	332	90,7	5.442	28,0	26	7,1	5.901	30,4
Material de transporte	190	84,8	4.004	22,0	29	12,9	6.118	33,7
Alimenticias	592	95,9	7.414	59,1	25	4,1	5.134	40,9
Textil y calzado	205	96,7	2.762	70,3	7	3,3	1.166	29,7
Maderas y muebles	920	99,4	8.222	87,3	6	0,6	1.199	12,7
Papel y gráficas	379	92,7	5.303	47,5	30	7,3	5.852	52,5
Caucho y plástico	319	91,1	5.021	27,1	28	8,0	5.096	27,5
Construcción	1.865	97,7	20.931	61,8	39	2,0	6.705	19,8
TOTAL	8.130	94,6	113.912	44,4	413	4,8	80.703	31,5

	>500				TOTAL			
	Núm. de establecimientos	Porcentaje	Personal	Porcentaje	Núm. de establecimientos	Porcentaje	Personal	Porcentaje
Energía y agua	3	4,3	3.846	69,8	69	100,0	5.512	100,0
Metálicas básicas	13	10,4	13.115	58,7	125	100,0	22.325	100,0
Industrias no metálicas	2	0,6	1.720	22,7	312	100,0	7.566	100,0
Química	1	0,5	900	10,4	193	100,0	8.614	100,0
Construcciones metálicas	6	0,7	4.941	18,5	915	100,0	26.639	100,0
Artículos metálicos	4	0,3	4.481	14,4	1.195	100,0	31.082	100,0
Maquinaria	3	0,4	1.865	6,8	774	100,0	27.475	100,0
Material eléctrico	8	2,2	8.100	41,7	366	100,0	19.443	100,0
Material de transporte	5	2,2	8.040	44,3	224	100,0	18.162	100,0
Alimenticias	0	0,0	0	0,0	617	100,0	12.548	100,0
Textil y calzado	0	0,0	0	0,0	212	100,0	3.928	100,0
Maderas y muebles	0	0,0	0	0,0	926	100,0	9.421	100,0
Papel y gráficas	0	0,0	0	0,0	409	100,0	11.155	100,0
Caucho y plástico	3	0,9	8.443	45,5	350	100,0	18.560	100,0
Construcción	5	0,3	6.247	18,4	1.909	100,0	33.883	100,0
TOTAL	53	0,6	61.698	24,1	8.596	100,0	256.313	100,0

Fuente: EUSTAT.

CUADRO NUM. 8
EMPRESA INDUSTRIAL VASCA: EVOLUCION DEL EMPLEO. 1987 - 1989

Núm. de empleados	1987			1988			1989			Empleo medio			
	Establecimientos	Porcentaje	Empleo	Establecimientos	Porcentaje	Empleo	Establecimientos	Porcentaje	Empleo				
menos de 100 ..	7.134	93,9	104.622	41,8	7.531	94,2	107.249	42,8	8.130	94,6	113.912	44,4	14,0
de 100 a 500 ...	405	5,3	79.676	31,8	412	5,2	80.864	32,2	413	4,8	80.703	31,5	195,4
más de 500	57	0,8	66.221	26,4	53	0,7	62.674	25,0	53	0,6	61.698	24,1	1.164,0
TOTAL	7.596	100	250.519	100	7.996	100	250.787	100	8.596	100	256.313	100	29,8

Desglose en empresas de menos de 100 empleados													
	Establecimientos	Porcentaje	Empleo	Porcentaje	Establecimientos	Porcentaje	Empleo	Porcentaje	Establecimientos	Porcentaje	Empleo	Porcentaje	Empleo medio
3 - 19	5.649	74,4	41.323	16,5	6.039	75,5	44.004	17,5	6.546	76,2	47.454	18,5	7,2
20 - 49	1.031	13,6	31.710	12,7	1.043	13,0	32.309	12,9	1.111	12,9	33.859	13,2	30,5
50 - 99	454	6,0	31.589	12,6	449	5,6	30.936	12,3	473	5,5	32.599	12,7	68,9
TOTAL	7.134	93,9	104.622	41,8	7.531	94,2	107.249	42,8	8.130	94,6	113.912	44,4	14,0

Fuente: EUSTAT.

CUADRO NUM. 9
DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA MUESTRA. 1989

SECTORES	Estable- cimientos	Porcen- taje	Empleo	Porcen- taje	VAB (millones)	Porcen- taje	Ventas (millones)	Porcen- taje
Agrario	2	0,5	13	0,0	37	0,0	268	0,0
Pesca	3	0,8	107	0,1	309	0,1	534	0,0
Energía y agua caliente	6	1,5	6.868	8,6	123.603	25,3	284.548	20,4
Agua	2	0,5	221	0,3	350	0,1	4.101	0,3
Extracción minerales	3	0,8	53	0,1	604	0,1	1.751	0,1
Siderometalurgia	21	5,3	13.991	17,5	91.941	18,8	277.676	19,9
Material construcción vidrio	9	2,3	2.261	2,8	16.639	3,4	30.125	2,2
Productos químicos	14	3,6	2.546	3,2	13.223	2,7	37.858	2,7
Industrias transformación metalicas ..	152	38,7	26.857	33,6	114.005	23,3	308.986	22,1
Industrias Alimentarias	16	4,1	3.215	4,0	19.682	4,0	112.209	8,0
Otras manufacturas no alimentarias ..	46	11,7	11.018	13,8	51.015	10,4	126.074	9,0
Construcción	14	3,6	3.826	4,8	14.061	2,9	32.753	2,3
Comercio	57	14,5	4.491	5,6	20.359	4,2	144.922	10,4
Hostelería	3	0,8	99	0,1	230	0,0	528	0,0
Transporte y comunicaciones	17	4,3	1.130	1,4	11.977	2,4	17.108	1,2
Otros servicios	26	6,6	3.264	4,1	10.992	2,2	17.700	1,3
Sin actividad dominante	2	0,5	25	0,0	71	0,0	0	0,0
TOTAL	393	100,0	79.985	100,0	489.098	100,0	1.397.141	100,0
MEDIA			204		1.245		3.555	

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

CUADRO NUM. 10
CLASIFICACION DE LAS MUESTRAS SEGUN TAMAÑO. 1986 - 1989

Núm. de empleados	Estable- cimientos	Porcentaje	Personas	Porcentaje	Valor añadido (millones)	Porcentaje	Ventas (millones)	Porcentaje
1986								
HASTA 9	64	12,1	305	0,3	1.300	0,3	8.105	0,6
10 A 19	67	12,7	925	0,9	3.825	0,9	18.097	1,4
20 A 49	133	25,2	4.278	4,3	15.286	3,5	58.680	4,5
50 A 99	87	16,5	6.219	6,2	22.109	5,1	68.385	5,3
100 A 199	83	15,7	12.126	12,1	43.300	9,9	142.671	11,0
200 A 499	53	10,0	16.106	16,1	69.137	15,9	173.502	13,4
500 Y MAS	41	7,8	60.160	60,1	280.742	64,5	822.333	63,7
TOTAL	528	100,0	100.119	100,0	435.699	100,0	1.291.773	100,0
MEDIA			190		825		2.447	
1987								
HASTA 9	60	11,3	277	0,3	1.198	0,3	6.601	0,5
10 A 19	70	13,1	976	1,0	4.114	0,9	20.587	1,5
20 A 49	137	25,7	4.434	4,6	16.933	3,6	66.077	4,8
50 A 99	89	16,7	6.296	6,5	26.709	5,8	79.953	5,8
100 A 199	81	15,2	11.746	12,1	48.200	10,4	162.512	11,7
200 A 499	57	10,7	17.272	17,7	78.779	17,0	202.173	14,6
500 Y MAS	39	7,4	56.417	57,9	288.125	62,1	847.298	61,2
TOTAL	533	100,0	97.418	100,0	464.058	100,0	1.385.201	100,0
MEDIA			183		871		2.599	
1988								
HASTA 9	43	11,1	188	0,2	744	0,2	4.304	0,4
10 A 19	45	11,6	650	0,9	2.900	0,7	12.327	1,0
20 A 49	111	28,6	3.677	4,8	15.620	3,6	56.965	4,7
50 A 99	58	14,9	4.248	5,6	18.682	4,3	53.323	4,4
100 A 199	59	15,2	8.630	11,3	37.558	8,6	150.683	12,5
200 A 499	44	11,3	13.111	17,2	67.722	15,5	190.101	15,7
500 Y MAS	28	7,3	45.591	59,9	294.798	67,3	740.327	61,3
TOTAL	388	100,0	76.095	100,0	438.024	100,0	1.208.030	100,0
MEDIA			196		1.129		3.113	
1989								
HASTA 9	42	10,7	161	0,2	720	0,1	3.913	0,3
10 A 19	44	11,2	639	0,8	2.903	0,6	14.324	1,0
20 A 49	106	27,0	3.411	4,3	16.214	3,3	59.664	4,3
50 A 99	64	16,3	4.518	5,6	23.479	4,8	65.079	4,7
100 A 199	63	16,0	9.004	11,3	40.184	8,2	145.906	10,4
200 A 499	47	12,0	14.358	18,0	84.211	17,2	262.881	18,8
500 Y MAS	27	6,9	47.894	59,9	321.245	65,7	845.374	60,5
TOTAL	393	100,0	79.985	100,0	488.956	100,0	1.397.141	100,0
MEDIA			190		825		2.447	

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 11
MUESTRA INDUSTRIAL SEGUN TAMAÑO. 1986-1989

Núm. de empleados	Estable- cimientos	Porcentaje	Personas	Porcentaje	Valor añadido (millones)	Porcentaje	Ventas (millones)	Porcentaje
1986								
HASTA 9	17	5,0	86	0,1	435	0,1	3.370	1,0
10 A 19	35	10,3	483	0,5	1.800	0,5	5.549	1,7
20 A 49	77	22,6	2.632	2,9	9.237	2,3	29.201	9,0
50 A 99	65	19,1	4.651	5,1	15.497	3,9	44.702	13,7
100 A 199	59	17,4	8.812	9,7	29.083	7,4	80.233	24,7
200 A 499	46	13,5	13.887	15,3	56.828	14,4	156.182	48,0
500 Y MAS	41	12,1	60.160	66,3	280.742	71,3	6.089	1,9
TOTAL	340	100,0	90.711	100,0	393.622	100,0	325.326	100,0
MEDIA			267		1.158		957	
1987								
HASTA 9	15	4,4	74	0,1	236	0,1	882	0,3
10 A 19	36	10,6	509	0,6	2.011	0,5	8.701	2,7
20 A 49	79	23,2	2.688	3,0	10.218	2,6	30.704	9,4
50 A 99	65	19,1	4.570	5,0	18.367	4,7	49.960	15,4
100 A 199	58	17,1	8.615	9,5	33.365	8,5	92.158	28,3
200 A 499	50	14,7	15.038	16,6	65.936	16,8	182.346	56,1
500 Y MAS	39	11,5	56.417	62,2	288.125	73,2	847.298	260,4
TOTAL	342	100,6	87.911	96,9	418.258	106,3	1.212.049	372,6
MEDIA			257		1.223		3.544	
1988								
HASTA 9	11	4,2	62	0,1	195	0,0	1.024	0,1
10 A 19	22	8,5	320	0,5	1.573	0,4	6.890	0,6
20 A 49	72	27,8	2.478	3,5	10.236	2,5	30.531	2,8
50 A 99	43	16,6	3.118	4,5	12.805	3,2	37.193	3,5
100 A 199	42	16,2	6.224	8,9	25.512	6,3	79.277	7,4
200 A 499	41	15,8	12.147	17,4	59.046	14,6	180.602	16,8
500 Y MAS	28	10,8	45.591	65,2	294.798	72,9	740.327	68,8
TOTAL	259	100,0	69.940	100,0	404.165	100,0	1.075.844	100,0
MEDIA			270		1.560		4.154	
1989								
HASTA 9	11	4,2	53	0,1	211	0,0	705	0,1
10 A 19	19	7,3	279	0,4	1.306	0,3	6.502	0,5
20 A 49	68	26,0	2.257	3,1	10.406	2,3	31.690	2,5
50 A 99	49	18,7	3.426	4,7	16.547	3,7	46.665	3,7
100 A 199	46	17,6	6.663	9,1	28.629	6,4	89.572	7,2
200 A 499	42	16,0	12.795	17,4	71.826	16,0	225.358	18,1
500 Y MAS	27	10,3	47.894	65,3	321.245	71,4	845.374	67,9
TOTAL	262	100,0	73.367	100,0	450.170	100,0	1.245.866	100,0
MEDIA			280		1.718		4.755	

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 12
COBERTURA DE LA MUESTRA. SECTOR INDUSTRIAL

Núm. de empleados 1987	Muestra	Colectivo	Porcentaje de cobertura
1987			
Menos de 100	7.771	104.622	7,4
De 100 a 499	23.653	79.676	29,7
500 y más	56.417	66.221	85,2
TOTAL	87.911	250.519	35,1
1989			
Menos de 100	6.015	113.912	5,3
De 100 a 499	19.458	80.703	24,1
500 y más	47.894	61.698	77,6
TOTAL	73.367	256.313	28,6

CUADRO NUM. 13
COBERTURA SECTORIAL EN LA INDUSTRIA, 1989

<i>Sector industrial</i>	<i>Muestra</i>	<i>Colectivo</i>	<i>Porcentaje de cobertura</i>
Energía y agua	7.089	5.512	128,6
Metálicas básicas	13.991	22.325	62,7
Industrias no metálicas	2.261	7.566	29,9
Química	2.546	8.614	29,6
Transformados metálicos	26.857	122.801	21,9
Industrias alimentarias	3.215	12.548	25,6
Otras industrias manufactureras	11.018	43.064	25,6
Construcción	3.826	33.883	11,3
TOTAL	70.803	256.313	27,6

CUADRO NUM. 14
BALANCE EMPRESARIAL 1986-1989 CAPV.
EMPRESAS PRIVADAS CON MENOS DE 500 TRABAJADORES

<i>AÑO</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>Porcentaje Var.</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>Porcentaje Var.</i>
ACTIVO INM. NETO	91,1	93,1	1,9	91,6	93,1	1,4
Inm. material	114,7	119,9	4,4	116,1	120,1	2,9
Inm. inmaterial	0,0	0,1	99,2	0,1	0,1	1,3
Inm. financiero	8,5	8,8	3,4	9,7	10,0	2,2
Costos Amortizables	1,9	1,1	(41,3)	1,1	1,9	71,9
Amortizaciones y prov. inmov. ..	(33,9)	(36,7)	8,2	(35,4)	(38,7)	8,6
ACTIVO CIRC. NETO	8,9	6,9	(21,8)	8,4	6,7	(21,1)
DE LA EXPLOTACION	10,6	9,0	(15,8)	8,2	9,4	15,2
Existencias	8,5	7,5	(11,6)	6,2	7,0	12,9
Cientes	9,5	9,1	(4,4)	8,0	9,1	12,8
Proveedores	(7,3)	(7,6)	3,9	(6,1)	(6,7)	9,8
DE FUERA DE LA EXPLO.	(3,3)	(3,4)	3,3	(1,5)	(4,0)	168,9
Otros deudros	4,5	3,3	(26,4)	4,7	3,7	(20,3)
Otros acreedores	(7,2)	(7,8)	8,1	(7,1)	(8,5)	19,9
Ajustes periodif.	(0,6)	1,1	(276,3)	0,9	0,8	83,1
TESORERIA	1,5	1,4	(9,5)	1,7	1,3	(28,4)
Caja y ent. de crédito	1,5	1,4	(9,5)	1,7	1,3	(28,4)
ACTIVO NETO	100,0	100,0	(0,2)	100,0	100,0	(0,5)
FINANCIACION PERMANENTE ..	94,4	94,2	(0,4)	96,0	95,6	(0,9)
PATRIMONIO NETO	42,5	44,1	3,7	46,0	47,0	1,5
Capital	16,6	19,3	16,0	18,6	19,9	6,3
Cuentas actuali. y revalor.	15,1	10,6	(29,9)	8,9	8,6	(3,9)
Reservas y otros	10,8	14,2	31,8	18,5	18,5	(0,8)
RECURSOS AJENOS A MEDIO						
Y LARGO	52,0	50,1	(3,7)	50,0	48,7	(3,1)
Obligaciones y equiv.	9,5	8,9	(7,0)	11,9	12,3	2,6
Prest. a M. y L. en ent. cdto.	33,5	36,2	7,6	33,9	32,3	(5,1)
Prest. medio y largo de otros ..	8,9	5,1	(43,1)	4,2	4,1	(3,1)
FINANCIACION A CORTO						
PLAZO	5,6	5,8	3,5	4,0	4,4	9,3
Prest. CP ent. crédito	2,9	3,0	4,4	2,0	2,5	22,7
Efectos comerciales descont.	2,3	2,5	5,7	1,7	1,7	(1,0)
Préstamos a CP de otros	0,3	0,3	(18,4)	0,3	0,2	(22,6)
FONDO DE MANIOBRA	3,3	1,2		4,4	2,3	

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 15
CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS PRIVADAS CON MAS DE 500 TRABADORES (CAPV)

	1986	1987	Porcentaje Var.	1988	1989	Porcentaje Var.
Ventas e ing. de la explotación	96,9	99,9	3,8	97,2	97,7	16,7
Variación de exist. prod. term.	(0,1)	(1,4)	1.521,8	1,2	1,3	29,7
Trabajos ppios. para inmovilizado	2,5	1,1	(55,7)	0,9	0,9	15,0
Subvenciones a la explotación	0,7	0,3	(53,4)	0,7	0,0	(94,0)
PRODUCCION Y SUBVENCIONES ..	100,0	100,0	0,6	100,0	100,0	16,0
Compras netas	49,8	50,0	1,1	46,8	48,7	20,7
Var. existencias	(2,9)	(0,6)	(80,5)	0,5	0,4	(2,8)
Suministros trans. fletes	13,6	14,9	9,8	14,0	13,9	15,0
Tributos	0,6	0,5	(8,0)	0,6	0,7	21,3
VALOR AÑADIDO AJUSTADO	33,0	34,0	3,6	39,0	37,1	10,4
Gastos de personal	20,0	20,6	3,7	20,6	19,8	11,4
RDO. ECON. BRUTO	13,1	13,4	3,4	18,4	17,3	9,2
Dotación amortizaciones	6,5	7,2	11,6	7,8	7,4	10,0
D. neta pre. y prov. de la expl.	0,5	0,3	(50,2)	0,3	0,5	91,3
RDO. ECON. NETO DE LA EXPL.	6,1	6,0	(0,6)	10,3	9,4	6,1
Ingresos financieros	1,4	1,8	28,6	2,2	1,7	(13,3)
Inter. activados y otras res.	6,0	4,9	(17,1)	7,0	5,5	(9,7)
Gastos Financieros	13,5	14,3	6,1	13,0	11,8	4,6
Dif. Valor. m. extrajera	(0,5)	(0,1)	(80,2)	0,7	0,2	(59,5)
Rdos. ext. cart. valores	0,4	2,8	613,5	0,9	(0,1)	(106,5)
Beneficios diferidos	0,0	0,4	6.693,5	(0,7)	1,5	(342,5)
RESULTADO NETO TOTAL	0,8	1,7	103,4	7,4	6,0	(6,0)

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 16
ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS DE LAS EMPRESAS PRIVADAS CON MAS DE 500 TRABAJADORES

	1987	1989
A. VAR. FONDO MANIOBRA	81,3	84,2
1. Recursos generados	30,1	69,1
3. Financiación permanente	51,2	16,0
Aportación accionistas	19,3	9,3
Subvenciones de capital	6,0	3,4
Obligaciones y tit. renta fija	0,0	3,3
Préstamos bancarios ML plazo	25,9	0,0
B. VAR. EN CAPITAL CIRCULANTE	18,7	15,8
4. De la explotación	9,5	6,5
Existencias	7,3	0,0
Proveedores	2,3	6,5
5. Ajeno a la explotación	5,9	0,2
Otros acree. y deud. a corto plazo	5,9	0,0
6. Liquidez	3,2	9,7
Cajas y descubiertos	1,1	5,3
Préstamos bancarios a corto	1,0	4,3
Efectos comerciales	1,1	0,0
TOTAL RECURSOS = TOTAL EMPLEOS	100,0	100,0
C. VAR. FONDO MANIOBRA	100,1	75,3
2. Inmovilizado	64,3	61,7
Material	39,0	24,6
Revalorizaciones	19,8	31,2
Inmaterial	0,3	0,1
Financiero	3,6	4,0
Gtos. amortizables	1,5	1,8
3. Financiación permanente	35,8	14,5
Obligaciones y tit. renta fija	5,3	0,0
Préstamos bancarios ML plazo	0,0	13,6
Préstamos MLP no bancarios	30,5	0,9
D. VAR. EN CAPITAL CIRCULANTE	(0,1)	24,7
4. De la explotación	(1,5)	21,9
Existencias	0,0	9,9
Clientes	(1,5)	12,0
5. Ajeno a la explotación	0,9	2,2
Otros acree. y deud. a corto	0,0	2,0
Ajustes por periodificación	0,9	0,2
6. Liquidez	0,5	0,9
Otros préstamos a corto	0,5	0,7
Efectos comerciales	0,0	0,2
VAR. NETA FONDO DE MANIOBRA (A-C)	(18,8)	8,9

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 17
DISTRIBUCION DE RENTAS GENERADAS. GRANDES EMPRESAS

	1986	1987	1988	1989
Personal	48,2	48,0	40,8	44,3
Administración pública	3,5	2,4	4,4	3,6
Prestasmistas	31,4	33,1	27,2	26,9
Accionistas	6,0	6,9	7,2	7,5
Autofinanciación	10,9	9,6	20,3	17,8
	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 18
BALANCE EMPRESARIAL 1986-1989
EMPRESAS PRIVADAS CON MENOS DE 500 TRABAJADORES (CAPV)

AÑO	1986	1987	Porcentaje Var.	1988	1989	Porcentaje Var.
ACTIVO INM. NETO	60,5	62,4	7,8	65,3	66,4	13,8
Inm. material	85,5	86,7	5,9	84,1	79,3	5,5
Inm. inmaterial	0,3	0,4	21,0	0,4	0,5	39,6
Inm. financiero	6,3	8,7	45,3	10,0	14,8	65,4
Costos Amortizables	1,0	1,1	13,0	0,7	0,6	(8,0)
Amortizaciones y prov. inmov.	(32,6)	(34,4)	10,4	(29,9)	(28,8)	7,7
ACTIVO CIRC. NETO	39,5	37,6	(0,7)	34,7	33,6	8,4
DE LA EXPLOTACION	39,6	40,2	6,1	38,2	36,7	7,6
Existencias	22,9	22,6	3,1	22,0	22,9	16,7
Clientes	35,6	37,1	8,8	34,0	31,9	5,0
Proveedores	(18,9)	(19,5)	7,6	(17,8)	(18,1)	13,8
DE FUERA DE LA EXPLOTACION	(8,5)	(11,0)	35,8	(10,9)	(10,1)	4,0
Otros deudores	6,1	6,3	7,5	5,7	6,4	26,2
Otros acreedores	(13,4)	(15,8)	23,7	(15,4)	(15,0)	9,5
Ajustes periodificados	(1,2)	(1,5)	26,0	(1,2)	(1,5)	140,4
TESORERIA	8,4	8,4	4,1	7,4	7,0	6,1
Caja y entidades de crédito	8,4	8,4	4,1	7,4	7,0	6,1
ACTIVO NETO	100,0	100,0	4,5	100,0	100,0	19,0
FINANCIACION PERMANENTE	78,5	78,0	3,7	81,6	81,9	12,2
PATRIMONIO NETO	52,2	53,3	6,7	54,1	55,9	15,5
Capital	26,5	27,8	9,3	27,4	26,0	6,4
Cuentas actualizadas y revalorizadas	8,5	4,7	(42,2)	2,4	3,7	72,7
Reservas y otros	17,2	20,8	26,8	24,4	26,2	20,0
RECURSOS AJENOS A MEDIO Y LARGO	26,3	24,6	(2,0)	27,5	26,0	5,8
Obligaciones y equivalentes	2,4	1,9	(19,4)	0,3	0,2	(28,0)
Préstamos a MLP en entidades de crédito	19,1	19,0	3,8	22,4	20,5	2,7
Préstamos medio y largo de otros	4,7	3,8	(16,8)	4,8	5,3	23,0
FINANCIACION A CORTO PLAZO	21,5	22,0	7,0	18,4	18,1	10,4
Prest. CP ent. crédito	8,1	9,3	19,4	6,5	7,0	19,9
Efectos comerciales descontados	12,9	12,2	(1,0)	10,3	9,6	4,8
Préstamos a CP de otros	0,5	0,6	12,6	1,6	1,5	8,3
FONDO DE MANIOBRA	18,0	15,5		16,4	15,5	

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 19
CUENTA DE RESULTADOS 1986-1989 DE LAS EMPRESAS PRIVADAS CON MENOS DE 500 TRABAJADORES (CAPV)

AÑO	1986	1987	Porcentaje Var.	1988	1989	Porcentaje Var.
Ventas e ing. de la explotación	96,9	98,8	13,1	97,7	97,8	14,1
Variación de exist. prod. term.	2,2	0,3	(83,8)	1,5	1,4	6,0
Trabajos ppios. para inmovilizado	0,2	0,3	13,6	0,2	0,2	19,0
Subvenciones a la explotación	0,6	0,7	21,8	0,6	0,5	1,0
PRODUCCION Y SUBVENCIONES	100,0	100,0	11,0	100,0	100,0	13,9
Compras netas	55,3	53,3	7,0	55,4	55,5	14,1
Var. existencias	1,3	0,3	(69,7)	0,7	1,2	95,5
Suministros trans. fletes	13,3	14,3	19,0	15,2	15,6	16,5
Tributos	0,3	0,4	66,1	0,3	0,3	22,6
VALOR AÑADIDO AJUSTADO	32,1	32,3	11,7	29,7	29,7	14,1
Gastos de personal	21,7	21,2	8,4	18,8	18,3	11,3
RDO. ECON. BRUTO	10,4	11,1	18,7	10,9	11,4	19,0
Dotación amortizaciones	3,3	3,2	6,9	3,0	3,2	22,1
D. neta pre. y prov. de la explotación	0,7	0,7	8,6	0,6	0,6	12,3
RDO. ECON. NETO DE LA EXPLOTACION ..	6,4	7,2	25,9	7,3	7,6	18,3
Ingresos financieros	1,0	1,1	18,6	1,2	1,5	40,7
Inter. activados y otras res.	0,4	0,3	(17,0)	0,2	0,3	54,9
Gastos Financieros	4,3	3,8	(2,0)	3,9	3,8	12,3
Dif. Valor. m. extranjera	0,1	0,1	41,7	0,1	0,1	16,8
Rdos. ext. cart. valores	0,3	0,3	(12,2)	1,6	1,6	8,6
Bcios. diferidos	0,1	(0,1)	(145,2)	0,1	0,0	(36,9)
RESULTADO NETO TOTAL	3,5	4,9	55,6	6,3	6,9	25,9

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 20
ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS EN LAS EMPRESAS PRIVADAS CON MENOS DE 500 TRABAJADORES (CAPV)

	1987	1989
A. VAR. FONDO MANIOBRA	80,4	79,2
1. Recursos generados	68,1	64,8
3. Financiación permanente	12,3	14,4
Aportación accionistas	4,9	3,4
Subvenciones de capital	3,1	3,4
Préstamos bancarios ML plazo	4,3	2,8
Préstamos MLP no bancarios	0,0	4,8
B. VAR. EN CAPITAL CIRCULANTE	19,6	20,8
4. De la explotación	8,6	10,6
Proveedores	8,6	10,6
5. Ajeno a la explotación	1,4	2,0
Otros acree. y deud. a corto	1,4	0,0
Ajustes por periodificación	0,0	2,0
6. Liquidez	9,7	8,1
Préstamos bancarios a corto	9,3	5,5
Otros préstamos a corto	0,4	0,6
Efectos comerciales	0,0	2,1
TOTAL FONDOS = TOTAL USOS	100,0	100,0
C. VAR. FONDO MANIOBRA	66,5	55,1
2. Inmovilizado	59,0	54,7
Material	37,1	28,1
Revalorizaciones	2,2	2,0
Inmaterial	0,7	0,8
Financiero	17,3	23,0
Gastos amortizables	1,9	0,8
3. Financiación permanente	7,5	0,4
Obligaciones y títulos renta fija	2,8	0,4
Préstamos MLP no bancarios	4,7	0,0
D. VAR. EN CAPITAL CIRCULANTE	33,5	44,9
4. De la explotación	25,1	25,0
Existencias	4,7	16,3
Clientes	20,3	8,8
5. Ajeno a la explotación	5,7	17,9
Otros acreedores y deudores a corto plazo	5,7	17,9
6. Liquidez	2,8	1,9
Cajas y descubiertos	2,0	1,9
Efectos comerciales	0,8	0,0
VAR. NETA FONDO DE MANIOBRA	13,9	24,1

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 21
DISTRIBUCION DE RENTAS GENERADAS. PYME

DESTINO	1986	1987	1988	1989
Personal	63,7	62,1	56,7	55,8
Administración pública	3,3	4,1	4,5	5,1
Prestamistas	12,9	11,5	12,2	12,1
Accionistas	3,8	4,9	5,4	5,1
Autofinanciación	16,3	17,3	21,3	21,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Central de Balances

CUADRO NUM. 22
RATIOS DE ESTRUCTURA, 1989

	TOTAL PYME	TOTAL EMPRESAS PRIVADAS
Coefficiente de capital	3,15	4,88
Inmovilizado de explotación por empleo	10,18	24,46
Tasa amortización anual	4,28	3,03
Tasa de envejecimiento del equipo productivo	58,33	40,25

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 23
BALANCE EMPRESARIAL 1986-1989 DE LAS EMPRESAS PRIVADAS, SECTOR INDUSTRIAL,
CON MENOS DE 500 TRABAJADORES (CAPV)

AÑO	1986	1987	Porcentaje Var.	1988	1989	Porcentaje Var.
ACTIVO INM. NETO	44,6	46,9	9,2	51,6	54,8	21,7
Inm. material	84,8	88,7	8,5	84,0	80,9	10,2
Inm. inmaterial	0,5	0,6	19,6	0,6	0,6	18,1
Inm. financiero	6,8	8,0	21,1	10,3	15,7	75,0
Gastos Amortizables	1,3	1,4	7,4	0,7	0,6	(8,0)
Amortizaciones y prov. inmov.	(48,8)	(51,6)	9,7	(44,0)	(42,9)	11,7
ACTIVO CIRC. NETO	55,4	53,1	(0,7)	48,4	45,2	6,9
DE LA EXPLOTACION	57,7	58,5	5,2	52,5	48,5	5,8
Existencias	30,6	30,9	4,9	28,9	29,4	16,6
Cientes	48,6	50,8	8,4	45,9	41,1	2,6
Proveedores	(21,5)	(23,2)	12,0	(22,4)	(22,1)	13,3
DE FUERA DE LA EXPLOTACION	(13,1)	(16,6)	32,0	(13,7)	(12,5)	3,8
Otros deudores	5,8	6,1	9,4	5,4	5,7	20,1
Otros acreedores	(17,3)	(20,5)	23,2	(18,0)	(16,6)	5,2
Ajustes periodificados	(1,6)	(2,3)	45,2	(1,1)	(1,6)	60,3
TESORERIA	10,8	11,2	7,8	9,7	9,2	8,6
Caja y entidades de crédito	10,8	11,2	7,8	9,7	9,2	8,6
ACTIVO NETO	100,0	100,0	3,7	100,0	100,0	14,5
FINANCIACION PERMANENTE	69,6	72,3	7,7	74,7	76,9	17,9
PATRIMONIO NETO	55,3	58,2	9,2	58,0	59,2	16,9
Capital	24,4	26,3	11,8	24,1	22,9	8,8
Cuentas actualizadas y revalorizadas	10,5	6,4	(36,7)	2,5	3,4	56,1
Reservas y otros	20,4	25,5	29,6	31,4	32,9	19,9
RECURSOS AJENOS A MEDIO Y LARGO ..	14,3	14,1	2,1	16,7	17,8	21,5
Obligaciones y equivalentes	0,0	0,3	1.916,2	0,0	0,0	(85,3)
Préstamos a MLP en entidades de crédito ..	8,1	8,4	7,2	9,3	9,7	18,8
Préstamos a medio y largo de otros	6,2	5,4	(9,5)	7,4	8,1	25,1
FINANCIACION A CORTO PLAZO	30,4	27,7	(5,4)	25,3	23,1	4,6
Prest. CP ent. crédito	11,8	10,5	(7,8)	8,7	8,2	8,0
Efectos comerciales descontados	18,0	16,4	(5,4)	13,9	12,4	2,1
Préstamos a CP de otros	0,6	0,8	41,3	2,6	2,4	6,8
FONDO DE MANIOBRA	25,0	24,4		23,1	22,1	

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 24
CUENTA DE RESULTADOS 1986-1989 DE LAS EMPRESAS PRIVADAS CON MENOS DE 500 TRABADORES (CAPV)

AÑO	1986	1987	Porcentaje Var.	1988	1989	Porcentaje Var.
Ventas e ing. de la explotación	96,8	98,5	12,1	97,4	97,6	14,0
Variación de exist. prod. term.	2,5	0,6	(73,6)	1,6	1,4	3,5
Trabajos ppios. para inmovilizado	0,3	0,3	(3,8)	0,3	0,3	14,7
Subvenciones a la explotación	0,5	0,6	51,5	0,8	0,7	1,9
PRODUCCION Y SUBVENCIONES	100,0	100,0	10,1	100,0	100,0	13,8
Compras netas	51,1	49,2	6,2	51,3	52,0	15,3
Var. existencias	0,1	0,4	336,9	0,1	1,2	896,3
Suministros trans. fletes	14,4	15,6	19,1	17,2	17,4	15,5
Tributos	0,3	0,4	84,8	0,3	0,3	26,0
VALOR AÑADIDO AJUSTADO	34,3	35,1	12,7	31,3	31,4	14,0
Gastos de personal	24,3	23,9	8,4	20,5	19,9	10,4
RDO. ECON. BRUTO	10,0	11,2	23,3	10,8	11,5	20,9
Dotación amortizaciones	3,8	3,5	3,4	3,3	3,7	26,7
D. neta pre. y prov. de la explotación	0,6	0,5	(1,2)	0,4	0,4	13,1
RDO. ECON. NETO DE LA EXPLOTACION ..	5,7	7,2	38,8	7,1	7,4	18,6
Ingresos financieros	0,8	1,0	32,9	1,1	1,4	51,7
Inter. activados y otras res.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	1.613,3
Gastos Financieros	3,5	3,1	(0,6)	3,3	3,2	9,4
Dif. Valor. m. extranjera	0,2	0,2	43,9	0,2	0,2	14,6
Rdos. ext. cart. valores	0,3	0,0	(114,5)	1,8	1,5	(3,8)
Beneficios diferidos	0,2	0,0	(81,7)	0,1	0,1	(23,6)
RESULTADO NETO TOTAL	3,1	4,8	71,7	6,3	7,0	25,9

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 25
ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS EN LAS EMPRESAS PRIVADAS, SECTOR INDUSTRIAL,
CON MENOS DE 500 TRABAJADORES (CAPV)

	1987	1989
A. VAR. FONDO MANIOBRA	82,6	84,4
1. Recursos generados	72,0	65,9
3. Financiación permanente	10,6	18,5
Aportación accionistas	2,4	3,6
Subvenciones de capital	3,7	3,0
Obligaciones y títulos renta fija	1,5	0,0
Préstamos bancarios ML plazo	2,9	5,9
Préstamos MLP no bancarios	0,0	6,1
B. VAR. EN CAPITAL CIRCULANTE	17,4	15,6
4. De la explotación	13,1	9,7
Proveedores	13,1	9,7
5. Ajeno a la explotación	3,1	2,2
Ajustes por periodificación	3,1	2,2
6. Liquidez	1,2	3,6
Préstamos bancarios a corto	0,0	2,1
Otros préstamos a corto	1,2	0,6
Efectos comerciales	0,0	0,9
TOTAL FONDOS = TOTAL USOS	100,0	100,0
C. VAR. FONDO MANIOBRA	52,6	59,3
2. Inmovilizado	49,6	59,2
Material	38,7	33,1
Revalorizaciones	0,1	0,8
Inmaterial	0,8	0,5
Financiero	8,1	24,2
Gastos amortizables	1,9	0,7
3. Financiación permanente	3,0	0,0
Préstamos MLP no bancarios	3,0	0,0
D. VAR. EN CAPITAL CIRCULANTE	47,4	40,7
4. De la explotación	31,0	21,4
Existencias	8,4	16,1
Clientes	22,6	5,3
5. Ajeno a la explotación	2,5	16,6
Otros acreedores y deudores a corto plazo	2,5	16,6
6. Liquidez	13,9	2,7
Cajas y descubiertos	4,3	2,7
Préstamos bancarios a corto	4,7	0,0
Efectos comerciales	4,9	0,0
VAR. NETA FONDO DE MANIOBRA	30,0	25,1

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 26
DISTRIBUCION DE RENTAS GENERADAS. PYME INDUSTRIALES

	1986	1987
Personal	67,9	65,8
Administración pública	2,9	3,8
Prestamistas	10,2	9,2
Accionistas	3,0	3,8
Autofinanciación	16,0	17,4
TOTAL	100,0	100,0

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 27
BALANCES SEGUN ACTIVIDAD SECTORIAL, 1989
(Porcentaje sobre total activo/pasivo neto)

SECTOR	ACTIVO		PASIVO			FONDO MANIOBRA
	INMOV. NETO	CIRCULANTE	PATRIMONIO NETO	F. AJENO LARGO	F. AJENO CORTO	
Energía	104	-4	49	51	1	3
Siderometalurgia	70	30	30	58	13	18
Mat. construcción y vidrio	69	31	88	6	6	25
P. químicos	62	38	72	14	14	24
Transf. metal	47	53	56	21	22	30
Alimentación	55	45	60	3	37	8
Otras manuf.	75	25	66	20	14	10
Construcción	27	73	52	3	44	29
Comercio	63	37	68	8	24	13
Transp. y comunicaciones	101	-1	43	55	3	-4
Otros servicios	48	52	54	27	19	34
TOTAL SECTORES	88	12	49	44	7	5

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 28
BALANCES COMPARADOS: PYME, PYME INDUSTRIALES Y GRANDES EMPRESAS (CAPV)
(Porcentaje sobre total de recursos remunerados)

PASIVO	PYME CAPV		PYME INDUSTRIALES CAPV		GRANDES EMPRESAS CAPV	
	1986	1989	1986	1989	1986	1989
Patrimonio neto	52,2	55,9	55,3	59,2	42,5	47,0
- Capital	26,5	26,2	24,4	22,9	16,6	19,9
- Revalorizaciones	8,5	3,7	10,5	3,4	15,1	8,6
- Reservas	17,2	26,2	20,4	32,9	10,8	18,5
Recursos ajenos a MLP	26,3	26,0	14,3	17,8	52,0	48,7
- Obligaciones	2,4	0,2	0,0	0,0	9,5	12,3
- Entid. crédito	19,1	20,5	8,1	9,7	33,5	32,3
- Otras entidades	4,7	5,3	6,2	8,1	8,9	4,1
Recursos ajenos a corto	21,5	18,1	30,4	23,1	5,6	4,4
- Entid. crédito	8,1	7,0	11,8	8,2	2,9	2,5
- Efectos	12,9	9,6	18,0	12,4	2,3	1,7
- Otros préstamos	0,5	1,5	0,6	2,4	0,3	0,2
Fondo de maniobra	18,0	15,5	25,0	22,1	3,3	2,3
Total pasivo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 29
BALANCES COMPARADOS: PYME CAPV Y TOTAL EMPRESAS ESPAÑA
(Porcentaje sobre total recursos remunerados)

PASIVO	TOTAL CAPV		TOTAL EMPRESAS ESPAÑA	
	1986	1989	1986	1989
Patrimonio neto	44,4	48,8	48,3	55,1
- Capital	18,5	21,1	22,2	23,6
- Revalorizaciones	13,8	7,6	13,0	8,7
- Reservas	12,0	20,1	13,1	22,8
Recursos ajenos a MLP	47,0	44,0	38,4	33,7
- Obligaciones	8,2	9,8	9,8	8,0
- Ent. crédito	30,7	29,9	21,7	20,1
- Otras entidades	8,1	4,3	7,0	5,6
Recursos ajenos a corto	8,9	7,2	13,3	11,2
- Entid. crédito	3,9	3,4	7,0	5,2
- Efectos	4,4	3,3	3,8	2,4
- Otros préstamos	0,4	0,5	2,4	3,6
Fondo de maniobra	6,2	5,0	8,4	4,3
Total pasivo	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Central de Balances. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 30
DISTRIBUCION DE LA TASA DE ENDEUDAMIENTO
(PYME industriales)

	1988	1989
Tasa media	72,5	69,0
Media aritmética	82,6	78,0
Sin endeudamiento	6,4	6,3
Hasta 59,2%	46,1	48,9
De 59,2% a 118,4%	21,9	17,9
De 118,4% a 177,5%	9,6	11,2
De 177,5% a 236,7%	6,8	5,8
Más de 236,7%	9,1	9,9

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 31
EMISIONES CON APORTACION DE NUEVOS FONDOS. EMPRESAS NO FINANCIERAS. ESPAÑA

AÑO	RENDA FIJA		RENDA VARIABLE	
	Emisiones Netas	Total	Cotizadas	No cotizadas
1985	215,1	376,4	151,5	224,9
1986	269,1	410,2	219,0	191,2
1987	(102,1)	395,8	281,6	114,2
1988	(36,4)	291,1	242,1	49,0
1989	(142,3)	198,9	101,7	97,2
1990	(0,6)	325,9	197,1	128,8

Fuente: Banco de España. Datos en miles de millones de pesetas.

CUADRO NUM. 32
EMISIONES DE RENTA FIJA. EMPRESAS NO FINANCIERAS. DETALLE POR EMISORES. ESPAÑA

AÑO	TOTAL		G. EMPR. PUBLICAS		ELECTRICAS		RESTO	
	BRUTAS	NETAS	BRUTAS	NETAS	BRUTAS	NETAS	BRUTAS	NETAS
1985	448,9	215,1	106,8	12,8	322,1	220,0	16,3	(12,9)
1986	574,4	269,1	166,5	24,8	349,5	224,6	43,4	11,2
1987	236,7	(102,1)	86,3	14,6	73,0	(133,2)	77,3	26,8
1988	691,2	(36,4)	101,4	(70,6)	317,5	(82,0)	252,3	117,9
1989	345,3	(142,3)	92,0	(58,2)	150,6	(28,0)	102,6	(45,1)
1990	384,3	(0,6)	170,1	72,4	61,9	(157,4)	102,2	39,9

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 33
RENTA FIJA. SALDOS VIVOS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑA
(En miles de millones de pesetas)

AÑO	TOTAL	GRANDES EMPRESAS PUBLICAS	ELECTRICAS	OTRAS
1984	1.817,1	516,3	1.035,9	196,1
1985	2.032,2	529,1	1.255,9	183,3
1986	2.031,3	554,0	1.480,5	194,5
1987	2.199,2	568,6	1.347,3	221,2
1988	2.162,9	498,0	1.265,3	339,1
1989	2.022,7	439,8	1.237,3	294,1
1990	2.022,1	512,2	1.079,9	334,0

Fuente: Banco de España.

CUADRO NUM. 34
EMISIONES DE PAGARES DE EMPRESAS
(En miles de millones de pesetas)

	1986	1987	1988	1989	1990
Brutas total	857,3	2.182,0	6.084,8	10.742,0	6.301,7
Cinco grandes emisores	421,4	514,9	500,5	758,4	1.003,7
Netas total	275,9	(362,0)	248,9	191,2	1.650,9
Cinco grandes emisores	120,3	(20,6)	42,6	112,4	163,3
Saldo vivo cinco grandes	330,0	309,4	352,0	464,5	815,8

Fuente: Banco de España. Datos en miles de millones de pesetas.

CUADRO NUM. 35
IMPORTANCIA RELATIVA DE LOS SALDOS CREDITICIOS. ESPAÑA

	1990	1986	1984
Renta fija	2.022 (11)	2.031 (17)	1.817 (17)
Pagarés de empresa (5 grandes)	815 (4)	330 (3)	n.d.
Crédito bancario a empresas	18.745 (100)	11.876 (100)	10.384 (100)

CUADRO NUM. 36
DISTRIBUCION PONDERADA DE EMPRESAS POR INTERVALOS DE RENTABILIDAD
(En porcentaje)

AÑO/RENT.	MENOR 0	DE 0 A 2	DE 2 A 4	DE 4 A 7	DE 7 A 10	>10	TOTAL
1984	9,2	11,1	11,1	15,9	12,6	40,1	100,0
1985	10,0	8,7	8,7	13,0	13,0	46,6	100,0
1986	9,5	7,3	7,3	10,8	10,8	54,3	100,0
1987	6,2	5,8	5,8	8,7	8,7	64,8	100,0
1989	1,6	6,2	6,2	9,4	9,4	67,2	100,0
MEDIA ARITMETICA	7,3	7,8	7,8	11,6	10,9	54,6	100,0

Fuente: Central de Balances.

CUADRO NUM. 37
ESCENARIO SIMULADO. PRINCIPALES RESULTADOS
(En millones de pesetas de 1991)

	<i>1992</i>	<i>2002</i>	<i>2012</i>
Capital	101	201	201
Capital + Reservas + Provisiones	106	2.472	7.566
Participaciones vivas	995	19.867	33.695
Préstamos vigentes	900	18.273	26.384
Resultado neto ejercicio	30	438	241
Tasa sobre fondos propios (%)	28,2	17,7	3,2
Bonificación intereses	54	730	0
Coste reaval	2	42	71

PRODUCTOS FINANCIEROS DE LAS CAJAS DE AHORROS VASCAS PARA LAS EMPRESAS (*)

Es un argumento fácil el que se ha utilizado a la hora de simplificar los problemas de las empresas, situando la responsabilidad, o parte importante de la responsabilidad, en el coste del dinero, e implícitamente en la ineficiencia del sistema financiero, como factor fundamental para explicar por qué el dinero en este momento es caro en las operaciones entre empresas y entidades financieras.

En primer lugar, hay que relativizar la importancia que el factor coste del dinero tiene dentro del conjunto de costes de una empresa; admitiendo que el papel de las entidades financieras, con ser importante dentro de los problemas de generación de rentabilidad por las empresas, no es, sin duda, el factor fundamental. Y en segundo lugar, porque también creo que ha resultado muy sencillo, o muy simple, el argumento comparativo, no sé con qué metodología, de calcular eficiencias de un sector respecto de otro. Desconozco desde luego cómo se pueden comparar eficiencias del sector industrial con eficiencias del sector financiero y, en defensa de la eficiencia de éste, yo tendría que hacer dos consideraciones:

Primera. Que soporta cualquier tipo de comparación basada en datos históricos de rentabilidades financieras; particularmente las cajas vascas comparadas con nuestro sector —cajas de ahorros— a escala del Estado y con entidades financieras en general, e incluso en términos de comparaciones de rentabilidad de nuestras cajas y de nuestras entidades financieras en relación a lo que son baremos europeos.

Segunda. Que, desde un punto de vista de reestructuración sectorial, si hay algún sector que, en el País Vasco, *motu proprio* y sin ninguna necesidad desde el argumento de la rentabilidad, haya abordado su reestructuración en profundidad con visión de futuro, éste ha sido el de las cajas de ahorros, que han elaborado un modelo de fusiones

(*) Esta nota es una síntesis de la intervención de Xavier Alkorta Andonegui en el Seminario sobre el Sistema Financiero Vasco, celebrado en San Sebastián, septiembre de 1991, en los X Cursos de Verano de la Universidad del País Vasco.

con sentido de coherencia, y además con la perspectiva de atender al sector empresarial como uno de sus objetivos fundamentales.

Hecha esta doble consideración previa, quisiera detenerme en cinco puntos que creo pueden ofrecer alguna ilustración, algunos datos, para conectar con el conjunto de problemas existente en este momento entre empresas y entidades financieras que, por definición, siempre tiene una cierta dosis dialéctica, porque constituimos la oferta y la demanda de un producto que es el dinero, y de un factor que es su precio.

Estos cinco puntos son:

1) ¿Qué es lo que piden las entidades? Como dato representativo, una empresa de tamaño relativamente pequeño o mediano trabaja generalmente con cuatro o cinco entidades financieras. A la primera, la más vinculada, le destina alrededor de la mitad de su negocio global; a la segunda le dedica, poco más o menos, una cuarta parte del mismo, y queda una cuarta parte marginal para repartir entre dos o tres entidades financieras adicionales.

De aquí se deduce una conclusión, que creo es muy importante en este momento: las empresas tienen posibilidad de elegir las entidades, ya que existe un mercado de oferta muy competitivo y, por lo tanto, aquellas empresas que están en rentabilidad o que funcionan medianamente, no las que están en crisis, en este momento son objeto de una dura competencia por parte de las entidades financieras, y ése es un hecho positivo en sí mismo para las empresas. Estas pueden elegir, y cuando se les pregunta sobre temas tales como servicio, calidad de este servicio, proximidad, cualificación de los profesionales que están en contacto con ellos, y sobre un factor adicional importante, como la agilidad en la toma de decisiones por parte de su proveedor financiero, le otorgan una relevancia muy grande a este último aspecto.

Por lo tanto, primer punto a considerar: las empresas, en comparación con lo que ocurría hace

unos años, están en una situación muchísimo mejor, porque tienen más oferentes de dinero y por lo tanto, pueden elegir. Y esto, lógicamente, lo estamos viviendo en las entidades financieras que estamos en el otro lado, el de la oferta.

2) La segunda consideración se relaciona con el análisis de la estructura financiera. Volviendo al tema del coste financiero, el coste de este factor para las empresas es, efectivamente, algo alto; si lo comparamos con los de otros países, lógicamente lo es, pero no es sólo por la variable precio, aunque ésta lo condicione en parte. El precio está más influido por las políticas macroeconómicas y la situación de la política monetaria en el ámbito del Estado que por la eficiencia del sistema financiero, y el coste financiero está vinculado con el problema de la estructura financiera de las empresas; si las empresas necesitan más financiación ajena en relación con sus fondos propios, indudablemente ven cómo el coste de esa financiación tiene una incidencia mayor dentro de sus cuentas de resultados, sea cual sea el precio de venta de ese dinero. Si este año se ha reducido en dos puntos el coste del dinero, no es porque las entidades financieras hayamos recuperado muchísimo de esa pretendidamente escasa eficiencia, sino simplemente porque la situación económica, la macroeconomía en general, ha determinado que en este momento el dinero esté más barato y que el diferencial de tipos de interés con respecto al tipo de interés vigente en otros países de Europa se haya reducido. De hecho, en Alemania el precio del dinero está ahora subiendo, también por circunstancias de la política monetaria, mientras que el precio del dinero aquí está bajando. Por lo tanto, el diferencial se ha reducido dos puntos como mínimo en lo que llevamos de año; luego resulta un argumento fácil y falso decir que este año hemos mejorado tanto la productividad que hemos podido bajar el precio del dinero en dos puntos. Esto no es así, evidentemente.

3) Otro punto es el de los productos y servicios financieros. Indudablemente, en el análisis de la estructura financiera de las empresas, y particularmente de las PYME, hay un tema pendiente que es el de la contribución de las entidades financieras a la financiación permanente, participando en su capital. Fórmulas como el capital-riesgo, que, aunque están teniendo una aceptación creciente, todavía no tienen suficiente fuerza para resolver los problemas de estructura de nuestras empresas, necesitarían de un compromiso mayor por parte de todos, incluidas las entidades financieras, para conseguir resultados significativos.

4) Lo consignado en el punto anterior nos da pie para considerar cuál ha sido la experiencia, positiva por cierto, durante estos últimos años respecto al papel complementario desempeñado por la Administración pública, el Gobierno vasco y las Dipu-

taciones, y ELKARGI, en una fórmula novedosa e importante, como ha sido la introducción en el sistema de financiación de nuestras empresas de la sociedad de garantía recíproca, que además ha reducido el factor riesgo de cara a las entidades financieras a la hora de otorgar créditos. Existe una experiencia positiva —que aquí se ha recogido y que creo que es conveniente subrayar— durante los últimos años, a la hora de ofrecer soluciones vía convenios de colaboración, tales como el convenio PAI, o más tarde el AFI; en fin, convenios de distinto tipo que, si bien pueden verse en este momento algo comprometidos por motivo de su homologación con los sistemas de colaboración financiera en el ámbito del mercado único europeo, han dado y siguen dando —y tendrán que seguir dando en el futuro— un juego muy importante en el proceso de colaboración entre entidades financieras y empresas.

5) En relación con esto último, otro punto a destacar es el hecho de la reestructuración de las cajas de ahorros y su respuesta al sector empresarial. En las cajas, nos hemos compenetrado, y empezamos ya a liberar recursos personales y materiales como resultado de la fusión. La principal apuesta que hemos hecho las cajas, a la hora de dedicar los importantes recursos que nos permite la fusión, ha sido dirigirlos al servicio de las empresas, como se demuestra con los siguientes datos objetivos:

En el año 1989, existían 19 oficinas en Guipúzcoa dando servicio a empresas; en este momento, hay 30 operativas y vamos a tener, dentro de poco, 32 oficinas dedicadas exclusivamente a empresas en Guipúzcoa.

Si nos fijamos sólo en el criterio de rentabilidad a corto plazo, la Caja, *Kutxa* en este momento, no puede rentabilizar treinta y dos oficinas y ciento setenta empleados dedicados fundamentalmente al sector de empresas. Si lo estamos haciendo es no solamente por sensibilidad, que la hemos tenido siempre, sino por el compromiso asumido con la estructura económica guipuzcoana y con el conjunto de la Comunidad Autónoma, y también porque estamos haciendo una inversión frente al sector empresarial.

Quisiera dejar claro este último extremo, porque ya no es una cuestión de declaración de principios, sino que es una actuación objetiva la que estamos teniendo en este terreno.

Y termino con dos consideraciones: la primera, que en el terreno de las operaciones de financiación a corto plazo, el hecho de que las cajas hayamos irrumpido con fuerza en el sistema financiero para proporcionar servicios a las empresas ha introducido también para la banca un factor nuevo: mayor competencia. Por lo tanto, las empresas que estén en una situación de funcionamiento nor-

mal tienen, en este momento, más posibilidades de dirigir y de establecer condiciones, como de hecho lo están haciendo, a las entidades financieras. Ese es un dato que obliga, vía mercado, a una eficiencia mayor. Y la segunda —que, de alguna manera resulta conciliatoria con las tesis expuestas

aquí anteriormente— relativa a la financiación permanente, sobre todo en las pequeñas y medianas empresas; porque es una actuación que, apoyándonos en procesos de colaboración ventajosos como los que ha habido en años anteriores, nos puede proporcionar juego en un próximo futuro.

MESA REDONDA LA EMPRESA Y LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Asistentes:

José María Ruiz Urchegui, ADEGUI.

Javier Hernández Bilbao, Secretario de CONFEBASK.

Gabriel Astiz, Director General de la BBK.

Jesús Alberdi, Director General de ELKARGI.

Xabier Alkorta, Director General Adjunto de la KUTXA.

Juan José Echebarría, Moderador.

Existe una contradicción de intereses entre el mundo empresarial y el financiero que se trata de recoger en esta mesa, en la que intervienen destacados representantes de ambos ámbitos.

La situación del sector empresarial se caracteriza por un *deterioro de la liquidez* como consecuencia del ascenso de los costes financieros y de otros factores diversos.

El mundo empresarial se muestra disconforme con el importante diferencial entre el precio del dinero español y el de los países de su entorno, lo que conduce a unos elevados costes financieros relativos.

Un elemento de reflexión lo constituye el hecho de que gran parte de las rentas generadas por la industria vasca se destinan a retribuir a sus fuentes de financiación, lo cual viene condicionado por la situación del mercado financiero, la estructura financiera inadecuada de la empresa vasca y la ineficacia en la gestión.

En definitiva, la disponibilidad de fondos a precios competitivos es un aspecto clave, para mejorar la competitividad del entramado industrial de la Comunidad Autónoma del País Vasco, donde existe un claro predominio de empresas de reducida dimensión.

El sector empresarial, demanda a las entidades financieras la prevalencia del criterio de viabilidad empresarial, frente al criterio tradicional de garantía patrimonial, a la hora de analizar la concesión

de préstamos a las empresas, así como unos plazos más largos de amortización de créditos y préstamos.

Estas demandas se traducen en mayor sensibilidad hacia la problemática empresarial, mejor asesoramiento a los dirigentes de empresas y potenciación de los nuevos productos financieros.

Se hace necesaria la actuación decidida en el asesoramiento en favor de las PYME, como condición previa a una mejora en la gestión de los recursos financieros de las empresas vascas, para así mejorar el nivel de endeudamiento de las empresas, equilibrando la relación entre recursos propios y ajenos; a la vez, debe de producirse una búsqueda de la capitalización a través de nuevas figuras: capital-riesgo, créditos participativos, etcétera.

La patronal opina que el nivel de endeudamiento de las empresas ha disminuido en los últimos años, dándose un mayor recurso a la autofinanciación y una mejora en la gestión financiera de colocación de puntas de tesorería.

Las PYME se encuentran discriminadas en cuanto a las condiciones financieras con respecto a la gran empresa, con un menor acceso de aquellas a las fuentes de financiación ajenas, peor estructuración de su financiación, lo que conduce a una mayor dependencia bancaria, y mayor coste de dicha financiación.

Es precisa la búsqueda de otras fuentes alternativas de financiación que resuelvan los problemas actualmente planteados a las PYME; por ejemplo, las sociedades de participación y la financiación en divisas.

Desde el prisma del sector financiero, es preciso relativizar la importancia que el factor coste del dinero tiene dentro de la estructura de costes de una empresa. Hoy en día, las empresas tienen posibilidad de elegir entre diversas instituciones financieras, como consecuencia de la gran competencia existente en el mercado.

El factor coste del dinero está más influido por las políticas macroeconómicas y por la política monetaria que por la eficiencia del sistema financiero. A ello hay que unir una limitación legal de las cajas, hasta tiempos recientes, para financiar al sector empresarial, sin olvidar que las cajas deben de

ofrecer calidad y precio dentro de un riesgo controlado.

Los tipos de interés vienen impuestos por un mercado cada vez más competitivo, y no pueden ser variados unilateralmente por los oferentes.

La falta de fuerza, por el efecto dimensión de las empresas, para forzar a la negociación a la banca, es otro factor a tener en cuenta a la hora de analizar las causas de la debilidad de las PYME.

Desde un punto de vista estratégico, las Cajas han abordado una reestructuración a largo plazo, con perspectivas de atender más adecuadamente al sector empresarial.

Adicionalmente, existe una experiencia positiva a la hora de ofrecer soluciones vía convenios de colaboración (PYME, PAI, AFI), si bien existe consenso al afirmar que queda un tema por resolver referido a la financiación permanente de las PYME.

COLABORADORES

ALBERDI AREIZAGA, Jesús. Nació en Azcoitia (Gipuzkoa) en 1948. Es Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales. Después de pasar por la empresa privada (Patricio Echeverría, Muebles Danona), fue fundador y Secretario General de ADEGI. Posteriormente fue Director General de S.P.R.I., pasando después a ocupar la Dirección General de Bankoa hasta que en Noviembre de 1988 fue nombrado Consejero Delegado de ELKARGI, S.G.R.

ALKORTA ANDONEGUI, Xabier. Nació en San Sebastián en 1949. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Bilbao. Profesor Mercantil. Presidente del Instituto Vasco de Estudios e Investigación. Presidente de Ibermática, S.A. Director General de la Caja de Ahorros Municipal de San Sebastián. En la actualidad es Director General Adjunto de la Caja Gipuzkoa San Sebastián.

ALVIRA MARTIN, Francisco. Nació en Zaragoza en el año 1946. Doctor en Ciencias Políticas y Sociología. Ha sido Asesor Técnico en el Instituto Nacional de Ciencias de la Educación, Jefe del Gabinete Técnico del Centro de Investigaciones Sociológicas y Jefe del Gabinete Técnico de la Subsecretaría de Ordenación y Medio Ambiente. Es Catedrático de Sociología en la Facultad de Ciencias Políticas y Sociología de la Universidad Complutense.

ANFOSSO BORRELL, Saturnino. Nació en Barcelona en 1944. Es Licenciado en Ciencias Económicas, Profesor Mercantil, Programa de Alta Dirección de Empresas/Instituto de Estudios Superiores de Empresa (PADE IESE) y Analista Financiero. Ha desempeñado los cargos de Analista Financiero en Gesfisa, S.A. 1965-1969; Jefe de Inversiones de Gesfondo, S.A. (Banco Urquijo) 1969-1971; Director de Gestión Patrimonial del Banco de Bilbao y Director General de Consultores de Pensiones de Bancobao 1984-1987 (Madrid); Director Adjunto del Grupo Asegurador Zurich 1987-1988. En 1989 entra a formar parte del equipo de la Caja de Ahorros de Cataluña y desde Enero de 1992 es el Director General Adjunto. Otras actividades desarrolladas son Vocal del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores; Secretario General de la Asociación Barcelona Centro Financiero Europeo; Presidente de la Delegación Catalana del Instituto de Analistas Financieros; Presidente de INVERCO Cataluña; Vocal de la Junta Directiva de INVERCO. Miembro del Colegio de Economistas y del Círculo de Economía. Es autor del Libro "Introducción a los Fondos de Pensiones", Deusto 1988.

ARREGUI COLLADO, Luis María. Nació en San Sebastián en 1960. Es Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Facultad de la ESTE (Universidad de Deusto-San Sebastián). Master en Economía y Dirección General de Empresas por el IESE, Universidad de Navarra. Ha desempeñado puestos de responsabilidad tanto en la empresa pública como en la privada; Profesor de Dirección de Marketing en la Facultad de la ESTE. Actualmente es Director de Mercado de la Bolsa de Bilbao. Asimismo es Consejero de la SPRI (Sociedad para la Promoción y Reconversión Industrial).

ARRIETA SUDUPE, Juan José. Nació en Soraluce (Gipuzkoa) en 1955. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Deusto (Bilbao), habiendo seguido los cursos de Doctorado en la EUTG de San Sebastián. Es Master en Dirección Informática. En 1979 ingresó en la Caja Laboral Popular, incorporándose al Departamento de Marketing. Posteriormente ha ocupado los cargos de Director Regional en Guipúzcoa y Subdirector General del Área de Organización e Informática. Actualmente es el Director General de la Entidad.

ASTIZ IBARRECHE, Gabriel. Nació en Bilbao en 1943. Su vida profesional se ha desarrollado en Bizkaia y dentro de la órbita del antiguo Banco de Vizcaya, en el que durante 20 años desempeñó distintas labores directivas, desde Jefe de Organización y Servicios a Director de la Red de Sucursales.

Como consecuencia de la fusión del BBV, se le nombra Director General Adjunto del Banco del Comercio así como primer responsable del País Vasco, Navarra, Rioja y Cantabria. Se hace cargo de la fusión de Induban con el Banco de Comercio. Actualmente, es Director General de la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK).

BASTERRECHEA ARANDA, Idoia. Nació el 30 de Mayo de 1959. Licenciada en Derecho, Abogada y Diplomada en Estudios Europeos por la Universidad de Deusto en el año 1981. Master en Ciencias (Economía) por la London School of Economics (Universidad de Londres) trabajó como Asesor en el Departamento de la Presidencia del Gobierno Vasco (años 1982-85). Desde 1987 hasta 1989 trabajó como Broker para Savoryn Millin (Swiss Bank Corporation) en la Bolsa de Londres, siendo broker registrado en la Securities Association. En el año 1989 se incorporó a NORBOLSA, S.V.B., S.A. como Directora de Gestión de Inversiones y Mercados Internacionales siendo miembro del Consejo de Administración.

BERISTAIN ETXABE, Iñaki. Nació en San Sebastián en 1960. Es Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad del País Vasco, especialidad Coyuntura y Sector Público, Master en Gestión de Empresas (MBA), especialidad Dirección Administrativo-Financiera, por la Universidad del Este (Universidad de Deusto, San Sebastián). En 1984 se incorporó al Departamento de Economía y Hacienda del Gobierno Vasco como Técnico Superior de la Dirección de Finanzas. Ha trabajado como funcionario *stagiaire* en la Comisión de Comunidades Europeas (Dirección General II. Economía y Asuntos Financieros. Bruselas 1985). Desde 1988 desempeña el puesto de Jefe de Estudios de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras.

BERROETA ECHEVARRIA, José Ignacio. Nació en Bilbao en 1939. Es Presidente de la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK) y de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras. Licenciado en Ciencias Económicas por la Facultad de Bilbao, ha trabajado en las empresas General Electric Española y Fabrelec-Westinghouse. Del sector industrial desembarcó en el financiero, incorporándose como Interventor General al Banco de Vizcaya. Fue Director General Adjunto del Banco de Vizcaya, así como del Banco Bilbao Vizcaya (BBV). Ha sido Consejero de Banca Catalana, Indubán y Fingravis.

BILBAO GARAY, Juan Miguel. Nació en Munguía en 1954. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Bilbao. En 1978 inicia su andadura profesional en la Caja Rural Vasca donde desarrolla su labor profesional durante cinco años. Durante los años 1983 y 1984 presta servicios como Subinspector en el Ministerio de Hacienda. Ingresó posteriormente como funcionario de la Diputación Foral de Bizkaia. Desde Julio de 1989 es Director de Administración Tributaria del Gobierno Vasco y Vocal del Órgano de Coordinación Tributaria. Su actividad profesional se complementa con la docencia, siendo autor de diversas colaboraciones y publicaciones en materia tributaria y financiera.

BIZKARRALEGORRA OTAZUA, Elisabete. Nacida en Bilbao 1949. Es Graduada en el N.C.S. de Washington D.C., en 1967, Licenciada en Derecho por la Universidad de Deusto, en 1972. Abogada en ejercicio 1972-1980; 1990. Técnico de Administración General del Ayuntamiento de Bilbao desde 1978. Directora del Instituto Vasco de Administración Pública (IVAP) de 1985 a 1988. Secretaria del Consejo de Redacción de la Revista Vasca de Administración Pública desde 1985. Delegada Municipal de la Junta de Alta Inspección de la Santa Casa de Misericordia de 1989 a 1991. Directora de Consumo del Gobierno Vasco de Mayo a Octubre de 1991. En la actualidad desempeña la Jefatura de la Subárea de Planificación, Servicios Técnicos y OTA, del Servicio de Seguridad Ciudadana del Ayuntamiento de Bilbao.

ECHEBERRIA MONTEBERRIA, Juan José. Nació en San Sebastián en 1935. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Comercial de Deusto. Licenciado en Derecho por las Universidades de Deusto y Valladolid. Ha sido

Director Gerente de ACME-Elgoibar (asociación empresas de máquina-herramienta), Subcontador General, Director del Servicio de Estudios y Director Financiero del Banco de Bilbao, Director General del Banco Industrial de Bilbao, Consejero Delegado del Banco Industrial de Guipúzcoa y Presidente Ejecutivo del Banco Industrial de Guipúzcoa. Desde 1988 es Presidente Ejecutivo de la Caja de Ahorros Municipal de San Sebastián. Presidente de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras en el año 1990. Desde Diciembre de 1990 hasta Agosto de 1991, Copresidente de la Gipuzkoa Donostia Kutxa (Caja que nace como consecuencia de la fusión de la Caja de Ahorros Municipal de San Sebastián y Caja de Ahorros Provincial de Gipuzkoa).

GARMENDIA IRIBAR, Agustín. Nació en Guetaria en 1949. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales, y en Derecho, por la Universidad Comercial de Deusto. Master en Planificación Estratégica en Marketing (ESADE 1979); Master en Planificación Estratégica en Finanzas (ESADE 1980); Master en Asesoría Fiscal (Instituto de Empresa). Ha realizado *stages* de formación en Bélgica, Irlanda y Noruega. Ha sido Director Comercial y miembro del Comité de Dirección de Sagardui, S.A. (1973-1976), y Director de Marketing y miembro del Comité de Dirección de Galletas Artiach-Nabisco España (1977-1981). En 1981 fue nombrado Secretario General Técnico de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras, cargo que desempeñó hasta 1991. En la actualidad es Consejero Director General de NORBOLSA, S.V.B., S.A. Asimismo, ocupa el cargo de Vicepresidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao y Consejero de la Sociedad Promotora Bilbao Plaza Financiera.

GIL GARCIA, Elena. Nació en 1963. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por el CUNEF. Doctora en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Se incorporó en 1981 a la Caja de Madrid en el Área Informática. En 1988 participa en la creación de la Corporación Financiera de Caja Madrid como jefe del departamento de estudios y proyectos. Desde 1989 es Subdirectora General de Gesmadrid. También desarrolla actividad docente en la Universidad Complutense de Madrid.

HERNANDEZ BILBAO, Javier. Nació en Bilbao en 1943. Es Licenciado en Económicas por la Universidad de Bilbao. Inicia su carrera profesional en 1967 en una empresa privada del Sector de la Construcción. En el año 1968 es nombrado Director Administrativo y Financiero, puesto que ocupa hasta 1971. Tras desempeñar diversos cargos directivos en empresas industriales, en 1982 es nombrado Secretario General del Centro Empresarial de Vizcaya (actual Centro Industrial y Mercantil de Vizcaya), y en 1983 es nombrado Secretario General de la recién constituida Confederación Empresarial Vasca (CONFEBASK), cargo que desempeña en la actualidad. Entre los puestos que ha ocupado cabe citar los de Diputado Foral del Señorío de Vizcaya, Vicepresidente del Consejo de Administración de la Caja de Ahorros Vizcaína y Vocal del Consejo de Administración de la Sociedad para la Promoción y Reconversión Industrial (SPRI). Es Miembro del Consejo de Relaciones Laborales. Miembro del Consejo Social de la Universidad del País Vasco. Miembro del Consejo Vasco de Estadística. Miembro de la Euroventanilla del País Vasco. Miembro de la CEOE (Confederación Española de Organizaciones Empresariales). Miembro del COESE (Consejo de Organizaciones Empresariales del Suroeste de Europa). Ha impartido numerosos seminarios y conferencias y escrito artículos periodísticos sobre temas relacionados con el mundo de la empresa.

LARREA JIMENEZ DE VICUÑA, José Luis. Nació en Elgoibar (Gipuzkoa) en 1956. Es Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Facultad de CC.EE. y Empresariales de la Universidad de Deusto en San Sebastián (E.S.T.E.), comenzó su vida profesional como profesor en dicha Facultad, impartiendo las materias de Investigación Operativa y Simulación de la Gestión Empresarial. En el año 1980 se incorpora en el Departamento de Educación, Universidades e Investigación del Gobierno Vasco como Jefe del Servicio de Planificación y Progra-

mación Económica de Universidades e Investigación. En el año 1984 es nombrado Director de Estudios, Presupuestos y Administración Educativa. En el año 1985 es nombrado Viceconsejero de Planificación y Administración Educativa pasando en 1987 al Departamento de Hacienda y Finanzas como Viceconsejero de Hacienda. A partir de esa fecha, ostenta la presidencia del Tribunal Económico Administrativo de Euskadi y es el Presidente del Órgano de Coordinación Tributaria de Euskadi desde su creación en 1989. El día 7 de Febrero de 1991 es nombrado Consejero de Hacienda y Finanzas del Gobierno Vasco, siendo asimismo, Presidente de la Comisión Mixta de Cupo entre el Estado y el País Vasco y Secretario de la Comisión Económica del Gobierno Vasco.

MAROTO ACIN, Juan Antonio. Nació en 1949, cursó sus estudios universitarios en la Universidad Complutense de Madrid, donde obtuvo los títulos de Diplomado en Contabilidad y Sistemas Informativos y Gestión Comercial, con premio nacional fin de carrera, y los de Licenciado y Doctor en Economía de la Empresa, ambos con la calificación de premio extraordinario. En su dedicación a la docencia e investigación de ámbito universitario, ha sido Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valladolid y, desde 1989, lo es, en esa misma especialidad, de la Universidad Complutense de Madrid. Es profesor, asimismo, del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) y del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) del Banco de España. Perteneció al Registro Oficial de Auditores de Cuentas y a la Lista Internacional de Consultores de Naciones Unidas. En la actualidad trabaja como investigador en la Fundación FIES.

MARTINEZ DE ALEGRIA PINEDO, Pedro. Nació en Vitoria-Gasteiz en 1958. Es Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad del País Vasco. Master en Planificación Estratégica (INSIDE-DEUSTO). Ha trabajado como analista de empresas en una sociedad de intermediación financiera de la Comunidad Autónoma del País Vasco. Ha desempeñado los puestos de Jefe de Servicios Financieros y Adjunto a la Secretaría General Técnica de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras. Desde Octubre de 1991 es Secretario General Técnico de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras.

MIJANGOS UGARTE, Jesús M. Nació en Bilbao en 1948. Es Licenciado en Derecho y Ciencias Económicas por la Universidad Comercial de Deusto. Toda su actividad profesional ha sido desarrollada dentro del Grupo Banco Guipuzcoano, pudiendo destacarse como hitos más significativos: 1973 ingresó en el Banco como titulado del Departamento de Estudios. 1975 nombramiento como Director de Control Presupuestario. 1978 Director de Control Presupuestario y Tesorería. 1989 nombramiento como Subdirector General del Área Financiera, con responsabilidad directa sobre los Departamentos Financiero, Tesorería, Control de Gestión y Filiales. Miembro del Comité de Dirección del Banco. A lo largo de este tiempo, ha venido representando al Banco como Consejero en distintas Sociedades, siéndolo actualmente de una Sociedad de Inversión Mobiliaria, y de una Sociedad Gestora de Fondos de Pensiones. Ha desarrollado una cierta actividad docente, impartiendo cursos de Contabilidad General, Costes Financieros y Política Monetaria en la Universidad de Deusto y en E.U.T.G. Ha participado como ponente en distintos seminarios y mesas redondas.

MUJICA SAMPERIO, Víctor Manuel. Nació en Bilbao en 1949. Es Licenciado en Ciencias Económicas, Empresariales y Derecho por la Universidad Comercial de Deusto. Comenzó a prestar sus servicios en Seguros Bilbao, S.A. como Jefe de Control de Gestión. Desde Febrero de 1974 a Octubre de 1983 ocupó el cargo de Director Administrativo y Financiero de Graver Española en Bilbao. Asimismo, fue Secretario del Consejo de Administración de Graver Española. Desde Abril de 1987 a Marzo de 1991 ocupó el puesto de Director de Finanzas del Departamento de Hacienda y Finanzas del Gobierno Vasco. Durante este tiempo fue Consejero de SOFAD (Sdad. de fusiones y adquisiciones), Consejero de Elkargi (Sdad. de Garantía Recíproca de Euskadi), Miembro de la Comisión de Control de

las Cajas de Ahorros Municipal de Bilbao, San Sebastián y Vitoria, Consejero de la Sociedad Promotora Bilbao Plaza Financiera. Desde esta Dirección dirigió el estudio acerca del enfoque estratégico de la Bolsa de Bilbao y su plaza financiera. Desde Marzo de 1991 ocupa el cargo de Viceconsejero de Finanzas del Departamento de Hacienda y Finanzas, teniendo responsabilidades en el área de Finanzas y Patrimonio y Contratación. En la actualidad es miembro de la Comisión de Control de Bilbao Bizkaia Kutxa, Caja Vital Kutxa y Gipuzkoa Donostia Kutxa. Consejero del E.V.E. (Ente Vasco de la Energía). Consejero de Naturgas (Sociedad de distribución de gas doméstico de Euskadi). Vocal del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Asimismo ha sido Consejero de Osakidetza (Servicio Vasco de Salud) y Consejero de Sagazde. Desde este puesto ha dirigido el estudio acerca de la creación de un nuevo mercado bursátil de medianas empresas y está dirigiendo la creación de la Institución Financiera Pública Vasca.

MUZAS RUBIO, Jesús. Vitoriano de 50 años de edad. Es Licenciado en Derecho y Ciencias Económicas por la Universidad Comercial de Deusto. Ha sido Adjunto a Dirección Comercial AREITIO, S.A. (Vitoria) (1967-1971), Director de Marketing con categoría de Subdirector General del Banco Guipuzcoano (San Sebastián) (1971-1975), Director General del Grupo AUSA (Vitoria) (1975-1981), Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Vitoria (1980-Mayo/90), Director General Adjunto de la Caja de Ahorros de Vitoria y Alava (Caja Vital Kutxa) (Junio/90-Enero/91), Director General de la Caja de Ahorros de Vitoria y Alava (Caja Vital Kutxa) (Febrero/91-hoy). Presidente de Lico Corporación, S.A.

NOLTE ARAMBURU, Manfred. Nació en Bilbao en 1944. Es Licenciado y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad del País Vasco. Comenzó su carrera profesional en 1969 como Director de una agencia de aduanas. En 1971 pasó al Banco Guipuzcoano como Director de su área de internacional. Ingresó en la Caja de Ahorros Municipal de Bilbao el año 1978 como Subdirector General. Director General Adjunto en 1988. Con motivo del proceso de fusión de las Cajas Municipal de Bilbao y Vizcaína, queda designado en Mayo de 1989 Director General de la Bilbao Bizkaia Kutxa, nueva Caja resultante de la fusión de las dos anteriormente citadas, cargo que ostenta en la actualidad. Es profesor extraordinario de la Universidad de Deusto.

PEREZ-OLIVARES HINOJOSA, Fernando, de 38 años de edad, cursó estudios de Derecho en la Universidad Autónoma de Madrid, obteniendo el Premio Extraordinario de Licenciatura. En 1976 ingresó en el cuerpo de Inspectores Financieros y Tributarios del Estado, en la actualidad Inspectores de Finanzas. Ha estado destinado en diversas inspecciones de Tributos y en la Subdirección General de Empresas y Participaciones Estatales, de la Dirección General de Patrimonio del Estado, de la que fue Subdirector en el período 1984-1988. Desde entonces es Inspector de los Servicios del Ministerio de Economía y Hacienda.

RUIZ URCHEGUI, José María. Nacido en San Sebastián en 1947. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Colonia. Su trayectoria profesional comenzó como Jefe

de Auditoría en Laminaciones de Lesaca, S.A. y posteriormente pasó a desempeñar el cargo de Secretario General de ADEGI.

SAIZAR BADIOLA, Javier. Nació en Ondarroa (Bizkaia) en 1944. Es Licenciado en Ciencias Económicas. Ha desarrollado su vida profesional en el Banco de Bilbao, en diversos puestos directivos. Antes de incorporarse a Bankoa era Director de la Sucursal de Grandes Empresas para Gipuzkoa. En Abril de 1988 se incorpora a Bankoa como Director General.

SISTIAGA COARASA, Carlos. Casado, 62 años, Director General de Caja de Ahorros y MP de Gipuzkoa y San Sebastián-Gipuzkoa eta Donostiako Aurrezki Kutxa, es Licenciado en Derecho y Profesor Mercantil. Ingresó en la Entidad en el año 1947, pasando sucesivamente por puestos de responsabilidad hasta que en 1965 se le designó Subdirector General y al año siguiente, en 1966, Director General, cargo que desempeña hasta el presente. Simultáneamente ostenta en la actualidad el cargo de Vocal en la Asamblea General de la Agrupación de Cajas de Ahorros de la Comunidad Económica Europea, en representación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, habiendo desempeñado anteriormente los cargos de Vicepresidente 2º y posteriormente Vicepresidente 1º en la propia Confederación. En consideración a su labor ha sido merecedor de diversas distinciones, entre las que se incluye la Medalla Individual al Mérito en el Ahorro.

SOTO GUINDA, Joaquín. Nació en Pamplona en 1944. Es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid ("Sobresaliente cum Laude"). Inspector de los Tributos (hoy, Inspector Superior de Finanzas del Estado) desde 1969. Auditor de Cuentas inscrito en el R.O.A.C. Jefe del Gabinete de Política Económica en el Instituto de Estudios Fiscales desde 1971 hasta 1976. Inspector de los Servicios del Ministerio de (Economía y) Hacienda por concurso-oposición desde el 10 de Enero de 1977. Secretario General Técnico del Ministerio de Hacienda desde Enero de 1979 hasta Abril de 1981. Delegado del Gobierno en "Tabacalera, S.A." desde Abril de 1981 hasta Febrero de 1983. Inspector General de Economía y Hacienda desde el 26.11.87 hasta la fecha. Profesor universitario (Universidad Complutense de Madrid y UNED) de disciplinas financieras y tributarias desde 1968 a 1978. Autor de los libros "Tributación de las Sociedades en España" (1969) e "Impuesto sobre el Valor Añadido. Sus efectos económicos" (1978). Autor de varios trabajos y artículos sobre temas tributarios; y ponente en diversos seminarios y cursos en iguales materias. Coordinador de la "Memoria de la Administración Tributaria" de la Secretaría de Estado de Hacienda durante los años 1984 a 1986. Consejero en varias empresas públicas.

VIÑOLAS SERRA, Pedro. Nacido en Barcelona en 1962. Licenciado en Ciencias Empresariales y Master en Dirección de Empresas por ESADE. Licenciado en Ciencias Empresariales y Derecho por la Universidad Central de Barcelona. Desarrolló su experiencia profesional en Price Waterhouse. Posteriormente desempeñó el cargo de Director de Análisis de Stock Rating. En la actualidad es Director del Servicio de Estudios de Bolsa de Barcelona. Asimismo, desarrolla la actividad docente en ESADE, donde es profesor de Estrategia Financiera en el departamento de Finanzas, y en el Institut d'Estudis Financers, donde es Director del Área Bursátil y de Análisis Financiero.

**CAJAS DE AHORROS
CONFEDERADAS**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS
DEL MEDITERRANEO
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ALICANTE Y VALENCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA GENERAL DE AHORROS
DE BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE AHORROS
Y PENSIONES
DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

BILBAO BIZKAIA KUTXA
BILBAO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DEL CIRCULO CATOLICO
DE OBREROS DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL
DE BURGOS
BURGOS

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA
CACERES

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS
DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
DE VALENCIA, CASTELLON
Y ALICANTE (BANCAJA)
CASTELLON

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS
DE CORDOBA
CORDOBA

CAJA DE AHORROS DE GALICIA
LA CORUÑA

CAJA DE AHORROS
DE CUENCA Y CIUDAD REAL
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE GIRONA
GIRONA

CAJA GENERAL DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS
DE JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES
LEON

CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID
MADRID

CAJA DE AHORROS DE RONDA,
CADIZ, ALMERIA, MALAGA
Y ANTEQUERA (UNICAJA)
MALAGA

CAJA DE AHORROS COMARCAL
DE MANLLEU
MANLLEU (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MANRESA
MANRESA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS LAYETANA
MATARO (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MURCIA
MURCIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DE ONTENIENTE
ONTENIENTE (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE ORENSE
ORENSE

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS
OVIEDO

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD
DE LAS BALEARES
PALMA DE MALLORCA

CAJA INSULAR DE AHORROS
DE CANARIAS
LAS PALMAS DE GRAN CANARIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL
DE PAMPLONA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE NAVARRA
PAMPLONA

CAJA DE AHORROS DE POLLENSA
POLLENSA (BALEARES)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE PONTEVEDRA
PONTEVEDRA

CAJA DE AHORROS DE SABADELL
SABADELL (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS Y SOCORROS
DE SAGUNTO
SAGUNTO (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
DE SALAMANCA Y SORIA
SALAMANCA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZCOA
Y SAN SEBASTIAN
SAN SEBASTIAN

CAJA GENERAL DE AHORROS
DE CANARIAS
SANTA CRUZ DE TENERIFE

CAJA DE AHORROS
DE SANTANDER Y CANTABRIA
SANTANDER

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA
SEGOVIA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA DE AHORROS
DE HUELVA Y SEVILLA
SEVILLA

CAJA SAN FERNANDO
SEVILLA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE TARRAGONA
TARRAGONA

CAJA DE AHORROS DE TERRASSA
TERRASSA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL
DE TOLEDO
TOLEDO

CAIXA VIGO
VIGO (PONTEVEDRA)

CAJA DE AHORROS DEL PENEDES
VILAFRANCA DEL PENEDES
(BARCELONA)

CAJA DE AHORROS
DE VITORIA Y ALAVA (CAJA VITAL)
VITORIA

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA,
ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA)
ZARAGOZA

CAJA DE AHORROS
DE LA INMACULADA DE ARAGON
ZARAGOZA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 43. Política monetaria y sistema financiero español.
- N.º 44. Transformación financiera en España.
- N.º 45. La España desigual de las Autonomías.
- N.º 46. Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa.
- N.º 47. Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro.
- N.º 48. Sector público y mercado único.
- N.º 49. Los mercados financieros españoles.
- N.º 50. Sectores productivos españoles: crónica fin de siglo.

Suplementos sobre el sistema financiero de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 32. La fiscalidad de las operaciones y mercados financieros.
- N.º 33. Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros.
- N.º 34. La nueva Bolsa.
- N.º 35. La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública: los Fondtesoro.
- N.º 36. Compensación y liquidación de valores mobiliarios.
- N.º 37. Las entidades financieras ante la Unión Económica y Monetaria.
- N.º 38. Libertad de movimientos de capitales. Aspectos cambiarios y fiscales.

ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Ultimos números publicados:

- N.º 6. Navarra.
- N.º 7. Murcia.
- N.º 8. Baleares.
- N.º 9. País Vasco.
- N.º 10. Aragón.

ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- N.º 1. La política agrícola común y su aplicación en España.
- N.º 2. El debate sobre la flexibilidad del mercado de trabajo.
- N.º 3. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito.
- N.º 4. La localización industrial en España. Factores y tendencias.
- N.º 5. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (segunda edición revisada).

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

- Núm. 39/40: La Empresa Privada en España
Núm. 41: Integración en la CEE
y Política Económica de los Noventa
Núm. 42: España: Una Economía de Servicios
Núm. 43: Política Monetaria
y Sistema Financiero Español
Núm. 44: Transformación Financiera en España
Núm. 45: La España desigual de las Autonomías
Núm. 46: Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
Núm. 47: Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro
Núm. 48: Sector público y mercado único
Núm. 49: Los mercados financieros españoles
Núm. 50: Sectores productivos españoles:
crónica fin de siglo

«PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 250 44 00.

BOLETIN DE SUSCRIPCION

AÑO 1991

Número suelto 2.000 (*)
 Suscripción números 46, 47, 48, 49 6.800 (*)
 Extranjero 8.000

AÑO 1992

Número suelto 2.000 (*)
 Suscripción números 50, 51, 52, 53 6.800 (*)
 Extranjero 8.000

(*) Incluido 6% I.V.A.

El pago lo efectuaré:

Contra reembolso del primer envío Giro postal Núm. Talón bancario adjunto.

Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o Razón Social

Actividad o Departamento

Domicilio

Ciudad

Fecha

..... Teléfono

..... Provincia o país

..... D.P. Firma o sello,

