PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL



Sistema Financiero Español
Presente y Futuro

OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA es una revista que edita trimestralmente la Fundación para la Investigación Económica y Social de las Cajas de Ahorros Confederadas. La revista pretende ofrecer una información rigurosa y responsable de los problemas económicos españoles. Cinco son los criterios a los que PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA desea ajustar su contenido:

- La plena libertad intelectual de quienes colaboran en sus páginas.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas mediante datos y pruebas que avalen los planteamientos efectuados y las soluciones propuestas.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados. La economía española vive tiempos difíciles y dar opiniones comprometidas en estos momentos es obligación ineludible de los profesionales más cualificados.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los problemas planteados.
- La colaboración crítica de los lectores, para que nuestros papeles se abran al diálogo y la polémica, si fuera preciso, para buscar soluciones a problemas de la economía española.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA se ofrece como un medio de expresión a cuantos se interesen por nuestros temas económicos, cumpliendo con el único requisito de la previa aceptación de las colaboraciones remitidas por el Consejo de Redacción que, sin embargo, respetuoso con la libertad intelectual no modificará las ideas, opiniones y juicios expresados por los autores ni tampoco se solidarizará con ellas.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA está abierta a la colaboración de todos los investigadores que deseen aportar sus trabajos sobre temas referentes a la economía española. Los envíos de originales deberán hacerse al Secretario General de la Fundación para la Investigación Económica y Social, Padre Damián, 48. Madrid-16.

* * *

Suscripción por un año (cuatro números).
España: 2.500 ptas.
Extranjero: 3.000 ptas.
Número suelto: 1.000 ptas.
Solicitud de suscripciones e información:
Fundación para la Investigación Económica y Social.
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Padre Damián, 48. Madrid-16.
Teléfonos: 250.44.00 / 02.

PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA *(presidente)*
MARIANO NAVARRO RUBIO *(presidente de honor)*
LUIS CORONEL DE PALMA
MIGUEL ALLUE ESCUDERO
ARTURO BANDE SANCHEZ
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ
CRISTOBAL ESPINOSA DIEZ-VENERO
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
ENRIQUE FUENTES QUINTANA
LUIS GOMEZ-LUBEN PUENTE
SERVANDO IBAÑEZ ROLDAN
ENRIQUE LUÑO PEÑA
MANUEL OCEN GONZALEZ
AMADEO RIBELLES FUENTE
MATEO RUIZ ORIOL
CARLOS SISTIAGA COARASA
MIGUEL DE UNAMUNO PEREZ

CONSEJO DE REDACCION

ENRIQUE FUENTES QUINTANA *(director)*
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ
TRINIDAD CANO SIMON
FRANCISCO CASTELLANO REAL
JOSE GARCIA LOPEZ
JUAN GIL RUZ
FERNANDO GONZALEZ OLIVARES *(redactor-jefe)*
CARLOS HORNILLOS GARCIA
MANUEL LAGARES CALVO
JORGE PEREIRA RODRIGUEZ
VICTOR PEREZ DIAZ
JOSE LUIS RAYMOND BARA
MIGUEL SANCHEZ ALBERTI
JOSE SEVILLA SEGURA
MIGUEL VALLE GARAGORRI

Coordinación gráfica
María Elena Leguina Vicens

Difusión y Distribución
José Luis de Echarri Gonzalo

Documentación
Antonio González Navarro

Portada
Antonio Lax
Fotos cedidas por el Banco de España. Portada: Billete de 400 escudos (Anverso), emisión de 1-XII-1871.
Contraportada: Billete de 1.000 pesetas (Reverso), emisión de 1-I-1875

Diseño gráfico
Free Lance García de Paredes / Amorós

Edita
Fundación para la Investigación Económica y Social.
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Padre Damián, 48. Madrid-16

Imprime
RAYCAR, S. A. Matilde Hernández, 27. Madrid-19

Depósito legal. M. 402. — 1980
ISSN 0210-9107

SUMARIO

INTRODUCCION EDITORIAL

«La reforma del sistema financiero: un repaso de las principales novedades»
5

COLABORACIONES

«Reforma del sistema financiero español y economía de mercado»:	30	*Victorio Valle Sánchez*
«Funcionamiento del mercado financiero español»:	42	*Raimundo Poveda Anadón*
«La Banca extranjera en España»:	68	*Pilar Alvarez Canal*
«Banca extranjera en España: una experiencia»:	78	*Henri Lamarlere Verset*
«Las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero»:	80	*Raimundo Ortega*
«El mercado bursátil de letras de cambio»:	90	*Francisco Javier Ramos Gascón*
«Las letras de cambio en la Bolsa»:	103	*José Fernández Alvarez-Castellanos*
«Los créditos a tipo de interés variable en España»:	110	*Fernando Vargas Bahamonde*
«Información y transparencia: el norte de la reforma del mercado de valores»:	114	*Pedro Carrión Herrero*
«La liquidez del mercado bursátil»:	124	*Pedro Domínguez Sors*
«Operaciones bursátiles con crédito de dinero y títulos»:	133	*Manuel de la Concha López-Isla*
«Instituciones de inversión colectiva»:	151	*Pedro A. Fernández Rañada*
«La nueva Ley del Mercado Hipotecario»:	161	*Antonio Santillana del Barrio*
«Problemas actuales del crédito a la exportación»:	171	*Rafael Manzanares López*
«Las Sociedades de Garantía Recíproca y el segundo aval»:	181	*Mariano Carmelo González Grimaldo*
«La imposición sobre la renta y los valores mobiliarios»:	189	*Francisco Javier Eiroa Villarnovo*
«Análisis técnico sobre el régimen fiscal de los valores mobiliarios»:	207	*Jesús Quintas Bermúdez*
«La financiación exterior de la economía española»:	225	*Fernando Varela Parache*
«La inversión de la empresa española en el exterior»:	239	*Paloma Sánchez Muñoz* y *Juan José Durán Herrera*
«La situación de las Cajas de Ahorros ante la reforma del sistema financiero»:	257	*Jorge Pereira Rodríguez*

OPINIONES

«Las Cajas de Ahorros ante la reforma del sistema financiero»
278

COMUNIDADES AUTONOMAS

«Las Sociedades de Desarrollo Industrial Regional»:	298	*Julio García Fernández*

COLABORACION ESPECIAL

«Programa de política económica de la CEE»
344

Introducción Editorial

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO: UN REPASO DE LAS PRINCIPALES NOVEDADES

POCOS sectores —como el que integran las distintas instituciones y procedimientos financieros españoles— han registrado cambios más recientes e importantes. Cambios que se inician al comienzo de la década de los setenta, se articulan y organizan con un sentido unitario en 1977 y se continúan —no siempre con la misma intensidad— en años posteriores. Vistas las cosas desde hoy, es evidente que la reforma del sistema financiero ha cambiado bastantes cosas, que ni las instituciones ni el funcionamiento del sistema financiero responden ya a sus características de otro tiempo. Nuevas instituciones y procedimientos han surgido del proceso reformador, mientras subsisten aún algunos rasgos del viejo y tradicional sistema financiero. Esta situación actual de nuestro sistema financiero parecía pedir un detenido repaso del proceso de reforma para contar y valorar el camino recorrido, apreciar el grado en el que se ha conseguido su modernización y aproximación a los sistemas financieros desarrollados y para describir, en fin, una a una, las principales novedades institucionales registradas en el sistema financiero español. Este es el triple propósito del número 9 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

Nos parece tan necesario como justo reconocer que la realización de este número de PAPELES no hubiera sido posible sin contar con la generosa colaboración y el desinteresado apoyo de la Dirección General de Política Financiera, y de quienes viven las incidencias diarias del sistema financiero español, que han accedido a contar a nuestros lectores el funcionamiento de las instituciones que tan bien conocen y los principales problemas que las afectan. Creemos que el contenido de este número 9 de PAPELES ofrece un amplio panorama, tan útil como interesante, a todo aquel lector a quien importe informarse de la situación actual del sistema financiero español. Consignar el agradecimiento al esfuerzo de los colaboradores de este número 9 de PAPELES, un agradecimiento que esperamos secunden nuestros lectores, creemos que debe constituir el primer y principal objetivo de esta introducción editorial.

VEINTE COLABORACIONES SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Si el lector observa el índice de este número 9 de PAPELES contará un total de veinte colaboraciones referidas al sistema financiero español. Como fácilmente puede comprobarse, esas veinte colaboraciones se dividen en dos grupos diferentes. El grupo más numeroso comprende dieciocho colaboraciones que tratan de aspectos concretos del sistema financiero: aquellos en los que se han registrado las principales novedades reformadoras. Hemos intentado que todas las innovaciones del sistema financiero o aquellas parcelas del mismo en las que se han registrado alteraciones en la legislación que las regulaba, o en el comportamiento de los agentes que operaban en ellas, o bien las modificaciones en el cuadro legal que incidía sobre las conductas de los mercados financieros (como la imposición, por ejemplo), se abordasen por colaboradores independientes, y por colaboradores que conocían y/o interpretaban esas innovaciones o modificaciones. Este propósito descriptivo del panorama de las reformas del sistema financiero, y las numerosas modificaciones realizadas en el mismo, explican tanto el crecido número de colaboraciones, como el espacio que les hemos destinado. Esas dieciocho colaboraciones se completan con otras dos en las que se describe y se valora el proceso de reforma del sistema financiero desde ángulos muy distintos: desde la política financiera, lo hace el trabajo del profesor **Valle,** desde el funcionamiento del mercado financiero, el artículo de **Raimundo Poveda.**

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO: UNA INTERPRETACION DESDE LA POLITICA ECONOMICA

La pregunta fundamental de un número como éste de PAPELES, dedicado a exponer las novedades registradas en el funcionamiento de la economía financiera española, es la dirigida hacia los criterios a que esa reforma responde y las áreas en que esas modificaciones se inscriben. Y justamente es esa la primera cuestión que encuentra su respuesta en el trabajo del profesor **Valle.** El título de su trabajo describe ya el criterio rector de la reforma, al considerar a ésta como un proceso de modernización basado en los principios de la economía de mercado. Modernización para acercar a nuestras instituciones a las de la CEE, libertad y competencia para administrar mejor los recursos disponibles (reduciendo el margen de intervencionismo y discrecionalidad que caracterizaban al sistema financiero tradicional) y para lograr mayor claridad y transparencia que las ofrecidas por el sistema financiero tradicional, demasiado oscuro siempre para conocer en él los verdaderos costes del crédito y para detectar las auténticas direcciones seguidas por las corrientes de financiación. Estos propósitos de la reforma se han materializado en **cinco áreas fundamentales:** en la importante novedad institucional que supone la entrada de la Banca extranjera; en la potenciación de los activos e instituciones de los mercados a corto plazo; en la búsqueda de fórmulas racionales para ampliar los plazos en los flujos de fondos hacia las empresas; en las importantes modificaciones técnicas del mercado de valores y en la búsqueda de fórmulas singulares para facilitar la financiación especializada de cierto tipo de empresas y actividades (pequeñas y medianas empresas, vivienda, exportación). Al sentido y fundamento unitario de

las reformas emprendidas en esas cinco áreas se refiere detenidamente el profesor **Valle,** reformas cuyo contenido se detalla en otras colaboraciones de este número de PAPELES.

Un segundo y muy distinto tema, contenido en el trabajo del profesor **Valle,** es el de la relación entre la reforma financiera y la crítica situación de la economía. ¿Hasta qué punto la **reforma** del sistema financiero ha influido negativamente sobre la recuperación de la economía?, es la pregunta que trata de contestarse ante la existencia de algunas respuestas condenatorias que culpan a la reforma del sistema financiero de las dificultades de las empresas (al no proveerlas —se afirma— de crédito suficiente y barato, al encarecer los tipos de interés, al reducir los plazos de los préstamos). Una crítica que, como afirma el profesor **Valle,** parte de una visión equivocada del proceso reformador, ignora los costes del crédito aplicado **antes** y **después** de la reforma, no admite el necesario reajuste industrial e ignora las fuerzas que están detrás de los elevados tipos de interés actuales (con motivos muy distintos del proceso de reforma del sistema financiero). Las críticas a la reforma del sistema financiero han discurrido en España bajo el doble peso de los intereses y las ideologías en sentido equivocado, sobre todo porque las sugerencias de muchos críticos no han hecho sino aconsejar la vuelta a las viejas prácticas intervencionistas, articuladas mediante los conocidos canales de los coeficientes de inversión obligatoria, el control de los tipos de interés (tras del que aparece la más vieja y errónea de las ideas arbitristas españolas: la de que es posible y conveniente tasar y controlar los precios) y el suministro abundante de crédito a los sectores productivos en dificultades. Con esas medidas es imposible sacar a la economía real española de la comprometida situación en la que se encuentra. Las críticas admisibles a la política económica deben discurrir en otras direcciones distintas a la reforma del sistema financiero, precisamente aquellas que sugieren actuaciones coherentes y constructivas para afrontar los problemas reales de la economía que no se han realizado y que discurren en cuatro líneas diferentes: en la necesidad de resolver el problema energético y disminuir sus repercusiones internas, en el crecimiento excesivo de los salarios reales con perjuicio del excedente empresarial y de las inversiones, en la limitada flexibilidad concedida a la empresa española para adaptarse a la crisis, en el crecimiento y destino del déficit público. Es en el difícil rumbo de esas reformas en el que hay que buscar el futuro económico y no en el pasado de un sistema financiero intervenido para mantener al margen del mercado y la competencia sectores industriales sin futuro.

EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL

La reforma del sistema financiero español se contempla en el trabajo de **Raimundo Poveda** a través de la perspectiva del mercado. De su existencia y de sus limitaciones a lo largo del tiempo. Un tiempo que el autor divide en tres grandes etapas: la primera discurre hasta los años sesenta (definida por un mercado rígido y asistemáticamente intervenido); la segunda, marcada por la intervención, domina en los

años sesenta; la tercera se inicia en la década del setenta y se prolonga hasta la actualidad. Esas tres etapas desgranan una larga historia contada en el trabajo de **Raimundo Poveda** con detalle y muchas valoraciones, pero bajo la óptica siempre de referir los hechos al funcionamiento del mercado financiero.

Esa historia muestra —en opinión del autor— una dirección muy clara del intervencionismo a la libertad. El punto de partida es un intenso intervencionismo lleno de defectos que regulaba un sistema financiero carente de mercados, instrumentos y servicios financieros importantes existentes en otros países, desconectado de los mercados internacionales, incapaz de poder practicar una política monetaria moderna. Ese sistema financiero tradicional es el que se reforma en los comienzos de la década del sesenta, reforzando la política intervencionista en favor del desarrollo de la economía por múltiples procedimientos: circuitos privilegiados, ampliación de los plazos de los créditos, desarrollo del crédito oficial, regulación de las entidades de crédito según rígidos esquemas-tipo. Esta fase de aguda intervención apartaba cada vez más el sistema financiero español del de los países occidentales. Esa realidad y el fracaso de algunas intervenciones concretas en beneficio de determinados sectores productivos, motivaron el proceso de liberalización de los setenta, que nos sitúa en los ochenta ante un sistema financiero más moderno y distinto de los del pasado, que ofrece como impresión de conjunto —concluye el autor— «la rápida acomodación hacia un sistema financiero de patrón occidental, y hacia unos mercados monetarios, bursátiles, de crédito y de captación de fondos, homologables en eficacia a los de otros países del área de la OCDE».

Es obvio que este apretado resumen no hace justicia al documentado trabajo de **Poveda,** en el que el lector encontrará una interesante aproximación al sistema financiero español y una descripción valiosa y llena de matices de los principios que han orientado su funcionamiento a lo largo del tiempo y de los poderosos motivos de su actual reforma.

LAS NOVEDADES DEL PROCESO DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: SUS PRINCIPALES DIRECCIONES

Como antes se indicó, el grueso de las colaboraciones del número 9 de PAPELES intenta contar al lector las principales novedades registradas en nuestro sistema financiero, realizadas a partir de su reciente reforma. La agrupación convencional de estos trabajos que sigue el índice de la Revista distingue seis núcleos diferentes:

- Banca extranjera en España (regulación y posibles aportaciones a la reforma del sistema financiero). Dos colaboraciones estudian este primer tema desde distintas perspectivas: las de **Pilar Alvarez** y **Henri de Lamarlere.**
- Las modificaciones que han permitido potenciar los activos e instituciones en el mercado del corto plazo. Como indica el trabajo del profesor **Valle,** dos novedades básicas cabe registrar aquí: la aparición de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero (estudiadas en el artículo de **Raimundo Ortega**) y el desarrollo del

mercado de letras avaladas por la Banca y negociadas en la Bolsa (que se analizan en dos trabajos de los que son autores **Francisco Javier Ramos Gascón** y **José Fernández Alvarez-Castellanos).**

- La aparición de fórmulas tendentes a procurar una ampliación de los plazos en el flujo de fondos a las empresas, campo en el que se inscriben las operaciones de créditos con tipos de interés variable (en especial las operaciones sindicadas por un grupo de entidades financieras). Al estudio de sus características y principales aportaciones se dedica el artículo de **Fernando Vargas.**

- La reforma del mercado de valores que, siguiendo las recomendaciones de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, creada en agosto de 1977, ha incorporado interesantes modificaciones, entre las que figuran: las tendentes a organizar mejor el mercado (dotándole de competencia), tema que da su contenido al trabajo de **Pedro Carrión** sobre «Información y transparencia del mercado de valores»; las dirigidas a potenciar el mercado secundario de valores y a facilitar la liquidez de los títulos, aspecto que se desarrolla en el artículo de **Pedro Domínguez Sors;** las orientadas a fomentar la afluencia de ahorro al mercado de valores, bien mediante operaciones de crédito con créditos en dinero y títulos, operaciones que se estudian en el ensayo de **Manuel de la Concha,** o bien gracias a la nueva regulación prevista para las instituciones de inversión colectiva, que propone el trabajo de **Fernández Rañada,** o merced al nuevo tratamiento fiscal de renta y valores mobiliarios, que estudian dos documentados trabajos de **Francisco Javier Eiroa** y **Jesús Quintas).**

- La consideración de fórmulas singulares para facilitar la financiación especializada, bien de determinadas actividades, bien de ciertos tipos de empresas. Este cuarto grupo de reformas del sistema financiero se analiza en tres artículos: la financiación de la vivienda mediante una nueva regulación del mercado hipotecario, cuyos problemas se exponen por **Antonio Santillana;** el crédito a la exportación, que estudia el trabajo de **Rafael Manzanares,** y la financiación a la pequeña y mediana empresa, que puede discurrir por el cauce de las sociedades de garantía recíproca y el segundo aval, cuyas oportunidades y limitaciones trata el artículo de **González Grimaldo.**

- La situación actual de la financiación exterior de la economía española y las oportunidades de inversión española en el extranjero constituyen un sexto núcleo en el que nuestro sistema financiero ofrece algunos aspectos nuevos y peculiares. De esos temas se ocupan dos trabajos, referido el primero —escrito por **Fernando Varela**— a la financiación exterior de nuestra economía, y ocupándose el segundo —debido a **J. J. Durán** y **Paloma Sánchez Muñoz**— de presentar el panorama de la inversión española en el exterior.

Como puede comprobarse, el repaso de las novedades incorporadas a la organización financiera española es prácticamente completo, pues ninguna de las líneas fundamentales de la reforma ha dejado de con-

templarse en los trabajos que ponemos a disposición de nuestros lectores. Tratemos de destacar brevemente algunas de las principales conclusiones hacia las que esas colaboraciones llaman la atención del lector.

BANCA EXTRANJERA: SU NUEVA REGULACION Y SU PAPEL EN EL SISTEMA FINANCIERO

Describir la actual regulación de la Banca extranjera en España y evaluar esa regulación, así como las posibles aportaciones de la Banca extranjera a nuestro mercado financiero, constituye el triple propósito del artículo de **Pilar Alvarez.** Hacia dos temas se atrae la atención y las preocupaciones del lector. En primer lugar, destaca la anomalía que constituye la existencia de una doble vía legal para la penetración de la Banca extranjera: mediante la constitución de una entidad según lo preceptuado por el Decreto 1.388/1978, y mediante la adquisición de un paquete de acciones mayoritario de un Banco español creado con anterioridad a 1972. Esta doble vía origina una divergencia de trato legal difícil de prolongar en el tiempo. La unificación de trato parece necesaria al igual que lo es —en opinión de la autora— la adaptación de esa legislación unificada a los principios que inspiran el tratamiento de la materia por la CEE, que incumple el Decreto 1.388/1978. Por otra parte, el trabajo acentúa la importancia de la posible aportación de la Banca extranjera al sistema financiero español mediante la incorporación de innovaciones que, como la que ha supuesto la creación del mercado de aceptaciones y de otras actividades semejantes, pueden suponer cambios en las formas de actuación de las propias instituciones financieras nacionales.

La breve nota de **Henri de Lamarlere** «Banca extranjera en España: una experiencia», muestra al lector los cauces por los que ha debido discurrir la actividad de la Banca extranjera en España hasta llegar al Decreto 1.388/1978, y las alternativas abiertas desde esa última fecha. **Lamarlere** acentúa el hecho de que la Banca extranjera trata no sólo de estar en nuestro mercado financiero, sino también de contribuir a innovarlo, como lo demuestran dos claros ejemplos: el desarrollo del mercado de letras y los créditos sindicados con tipos de interés variable. A estas fórmulas habrán de seguir otras, pues es de una innovación acrecida de la que depende el progreso financiero y económico, y la que justifica la presencia de la Banca extranjera en el sistema financiero español.

LA POTENCIACION DE ACTIVOS E INSTITUCIONES EN EL MERCADO DEL CORTO PLAZO: LAS SOCIEDADES MEDIADORAS Y EL MERCADO DE LETRAS

Una necesidad obvia de la reforma del sistema financiero es la de potenciar y asentar un mercado monetario, lo que requiere multiplicar el número de agentes que en él operan y el desarrollo de activos que en él se negocien. Tratando de mejorar esas perspectivas, han aparecido las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, cuyas características jurídicas y objetivos principales —tomando como referencia la situación comparada— se analizan en el artículo de **Raimundo Ortega.** A la vista de su regulación actual y de la situación de nuestro mercado de dinero, el autor se pregunta por su futuro. Un futuro problemático

dependiente de la largueza de miras con la que Bancos y Cajas de Ahorros entiendan el posible beneficio que pueden representar para ellos, y de la creación de activos que puedan dar origen a mercados fluidos a los que accedan otros agentes y entidades.

El desarrollo del mercado de letras avaladas por la Banca y negociadas en la Bolsa constituye una importante novedad nacida del proceso de reforma del sistema financiero que desempeña destacadas funciones: ofrece un activo líquido, seguro y rentable al público; ofrece un apoyo para calcular un tipo de interés de referencia en el mercado a corto plazo, y establece una relación organizada entre el mercado de dinero y el de valores. Esas destacadas funciones y la importancia que, día a día, va adquiriendo la negociación bursátil de letras de cambio ha hecho aconsejable tratar de brindar una información amplia sobre ese tema en este número de PAPELES. Los trabajos de **Francisco Javier Ramos Gascón** y **José Fernández Alvarez-Castellanos,** ambos agentes de Cambio y Bolsa, pretenden cumplir este objetivo, suministrando datos sobre cuestiones fundamentales relacionadas con este nuevo «corro» de las Bolsas españolas.

Datos que van desde las cifras de contratación a los cálculos de rentabilidad de este tipo de inversión, pasando por una detallada descripción del sistema operativo, que se ha considerado especialmente útil, dada su falta generalizada de conocimiento entre los habituales de la Bolsa por la novedad del mercado.

Por su parte, **Francisco Javier Ramos** se preocupa de estudiar las perspectivas de evolución del mercado, con especial alusión al desarrollo del secundario, en la medida en que pueda atraer de forma especial fondos actualmente colocados en otros activos a plazos inferiores al año.

La panorámica se completa con un análisis del régimen fiscal del mercado de letras realizado por **José Fernández Alvarez-Castellanos,** a la luz del nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta.

LAS FORMULAS TENDENTES A LA AMPLIACION DEL PLAZO EN EL FLUJO DE FONDOS A LAS EMPRESAS: LAS OPERACIONES CON TIPOS DE INTERES VARIABLE

Una novedad importante del proceso de reforma del sistema financiero, por cuanto trata de romper con la criticada y tradicional resistencia de la Banca española a operar a plazo medio y largo (resistencia justificada hoy en la incertidumbre sobre el grado de inflación), es la de las operaciones de crédito a tipos de interés variable en pesetas. Operaciones que aparecen tardíamente en España (a finales de 1979) y cuyo contenido, posibles aportaciones y debilidades se analizan en el artículo de **Fernando Vargas.**

La aparición de este tipo de operaciones en nuestro país se explica por dos grupos de motivos. De una parte y **por el lado de la oferta,** por las necesidades de los Bancos extranjeros instalados en España —debido a sus dificultades para obtener cantidades importantes en forma de depósitos en pesetas— de obtener los fondos necesarios del

mercado interbancario, lo que les impedía conceder créditos a tipo fijo, ya que el mercado interbancario se ha caracterizado por una fuerte variabilidad de los tipos de interés; y, de otra parte, **por el lado de la demanda,** animaban estas operaciones las necesidades de importantes volúmenes de financiación a medio y largo plazo de las empresas españolas. Sólo al coincidir los intereses de los dos lados del mercado ha sido posible su generalización. Hecho que se ha registrado con especial fuerza, por cuanto los créditos a interés variable se sitúan hoy en torno al 5 por 100 del crédito de la Banca, mientras hace un año se cifraban en torno al 2 por 100.

Cuatro son los **aspectos positivos** más importantes que el autor destaca en este tipo de operaciones. Permiten a la entidad conceder créditos a plazos más largos que los medios del mercado español, dado que el prestamista puede cubrirse ante el aumento del coste de sus pasivos alterando sus tipos activos. En segundo lugar, la financiación a tipo variable en pesetas tiene hoy un coste razonable pues el MIBOR y el preferencial español son tipos baratos comparados en el LIBOR o el **prime rate** de Estados Unidos y, por otra parte, no tienen riesgo de cambio. En tercer lugar, es obvio que la existencia de estas operaciones amplía la gama de opciones disponibles para la empresa española en el mercado de créditos; y finalmente, debe afirmarse que la extensión de su uso comienza a influir positivamente en la estructura y funcionamiento del mercado interbancario, ya que los Bancos que practican esas operaciones funcionan como agentes mediadores entre el mercado interbancario y el prestatario último. Lo cual rompe la tradicional separación que ha existido entre el mercado monetario y el mercado de créditos, haciendo que los movimientos de los tipos interbancarios sean menos extremos porque provocarán reacciones compensadoras de oferta y demanda en este último mercado. Por otra parte, la extensión de estas operaciones influye en que se esté registrando en el mercado interbancario una evolución importante hacia plazos mayores en detrimento de las operaciones día a día, dominantes hasta hace algunos años.

La principal **debilidad** de este mercado de créditos a tipo variable deriva de las limitaciones del mercado interbancario español, ya que: 1.º, su dimensión puede imponer un límite al volumen de préstamos susceptible de financiarse por esta vía; 2.º, los movimientos erráticos de sus tipos reducen, obviamente, la gama de prestatarios a aquellos que pueden permitirse, en un momento dado, cancelar el contrato, y 3.º, debido a que en el mercado monetario se negocian activos a corto plazo, el período de interés rara vez supera los seis meses, siendo el más común el de un mes. Lo que constituye un elemento de inseguridad respecto al coste financiero con que se enfrenta el prestatario.

LAS REFORMAS DEL MERCADO DE VALORES

Como antes se ha expuesto, son seis los trabajos incluidos en este número y que se refieren a las reformas realizadas en el mercado de valores.

El primero de ellos, debido a **Pedro Carrión,** estudia los problemas que presenta el mercado de valores desde la perspectiva de la **información y transparencia.** El correcto funcionamiento del mercado de valores exige, de modo ineludible, una información veraz y amplia a quienes a él desean concurrir, para que sus opciones inversoras puedan efectuarse con racionalidad. Este tema, al que la Comisión para el Estudio y Reforma del Mercado de Valores, creada en 1977, prestó especial atención, se plantea en un doble frente. Por una parte, las sociedades, tanto si cotizan en Bolsa como si no lo hacen, están obligadas por su legislación propia, a dar cierta información a sus accionistas sobre la marcha de la empresa que personifican. Por otra, la Bolsa como mercado para conseguir su propia transparencia ha de informar también, debidamente, a quienes a ella concurren.

Es de este segundo aspecto del que se ocupa el artículo escrito por **Pedro Carrión,** mediante el análisis detallado de los artículos del Reglamento de bolsas, recientemente modificado, que regulan el tema y, muy especialmente, la cotización, como precio oficial.

La lectura del trabajo de **Pedro Carrión** revela la verdad de que, en estos campos, no siempre son las mejores reformas las que se plasman en modificaciones legislativas o reglamentarias, sino las que derivan de los propios hechos, en cuanto encuentran la capacidad del mercado de adaptarse a los cambios circunstanciales. Quizás sea ésta la primera demanda que quepa plantear en este caso: que sean nuestras propias Bolsas y quienes en ellas actúan quienes sepan responder, por los medios adecuados, a una requisitoria social en la que el «Boletín Oficial del Estado» ya ha cubierto su papel, pero cuya eficacia práctica puede resultar limitada si no se articulan los medios informativos precisos para que la Bolsa de valores incorpore las necesarias modificaciones.

El tema de **facilitar la liquidez de los títulos** constituye un tópico sobre el que suelen acumularse numerosas acusaciones de estrechez y disfuncionalidad a nuestra Bolsa, al tiempo que existe amplia confusión sobre lo que este concepto significa al aplicarlo al mercado de capitales. Con objeto de clarificar los conceptos básicos subyacentes a esta idea, el trabajo de **Domínguez Sors** analiza tanto la significación del número más o menos reducido de empresas que cotizan diariamente, como la capacidad del mercado para absorber en cualquier momento las ofertas y demandas que se presenten.

El trabajo discute y explica bajo estas perspectivas dos recientes Reales Decretos (1.848/1980, de 5 de septiembre, y 1.536/1981, de 13 de julio) que están en la línea de la reforma del mercado de valores y de las recomendaciones del Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores. Asimismo, se compara nuestra operativa con la de otros países. A continuacion se comentan dos casos particulares del tópico de la manipulación de la Bolsa: el referente a la cotización de prestigio por sociedades interpuestas y la intervención institucional (Banco de España). Respecto del primero, el autor señala su escepticismo sobre que ésta pueda ser una fórmula viable a largo plazo,

y respecto del segundo, rechaza los comentarios sobre que sea cierta la actuación del Banco de España en Bolsa. Finalmente, el artículo dedica una sección a comentar la transformación reciente operada en el mercado de renta fija y la nueva normativa al respecto (Orden Ministerial de 10 de abril de 1981).

Una importante novedad, en el ámbito del mercado bursátil español, es la constituida por las **operaciones con crédito de dinero y títulos.**

A ella se dedica la colaboración de **Manuel de la Concha,** Síndico Presidente de la Bolsa de Madrid, que expone, con rigor y claridad, el conjunto de razones que han aconsejado optar, entre los posibles, por el sistema establecido, así como su funcionamiento.

Si hubiese de subrayarse la más destacada de las justificaciones del nuevo mecanismo, ésta sería, sin duda, su importancia como instrumento corrector o suavizador de las tendencias en la fluctuación de las cotizaciones. Además, mediante su implantación, se corrige la situación de hecho anterior, en virtud de la cual quienes mejor conocían la operativa real del mercado realizaban, en puridad, auténticas operaciones a plazo, aunque ilícitamente.

El nuevo sistema obvia los inconvenientes que las operaciones a plazo puras tendrían en los momentos actuales y, recogiendo aquellas novedades que la experiencia extranjera muestra de mayor utilidad, las incorpora al sistema español.

El funcionamiento de la operatoria se realiza en base a la contratación en régimen de contado, cubriéndola con dinero o títulos y una orden irrevocable de signo inverso, así como el depósito de una garantía mínima del 25 por 100 del importe de la operación. El plazo, pues, se refiere al crédito y no a la operación en sí.

Obviamente, el sistema exige una mayor información por parte de quienes lo utilicen, pues a las variaciones de la coyuntura bursátil se une aquí el factor tiempo, que puede ser determinante del signo, favorable o adverso, de la operación, pero puede contribuir en el futuro a la deseable suavización de tendencias, aunque los datos con que hasta ahora se cuenta parecen resaltar aspectos especulativos. Habrá que esperar, pues, a que la experiencia muestre su verdadero sentido y eficacia.

La necesidad de una Ley que regule de forma sistemática y general el conjunto de instituciones a través de las cuales se puede articular la **inversión colectiva** en España ha venido (y viene) subrayada por los hechos. No sólo han supuesto una voz de alarma en este sentido los escándalos financieros que en los últimos tiempos se han producido, con daño para numerosos ahorradores, sino también la necesidad de articular sistemas alternativos de previsión que, para el futuro, permitan la existencia de mecanismos que, al menos parcialmente, puedan aliviar a los organismos públicos de seguridad social de una parte del peso que supone el mantenimiento de las pensiones a niveles aceptables.

A estas dos razones básicas se unen otras, tales como la de promover y potenciar el mercado bursátil y la de adecuar el funcionamiento de estas entidades al nuevo sistema fiscal.

Atender a este conjunto de cuestiones es el objetivo del trabajo de **Pedro A. Fernández Rañada.** Obviamente se trata de una materia que, en el momento del debate parlamentario sobre su posible regulación, habrá de suscitar una polémica importante. Ofrecer la máxima información sobre los distintos aspectos de la inversión colectiva para clarificar los terrenos y el contenido de esa futura discusión política, es el propósito básico de este trabajo.

Aunque se trate de un tema que no ha sido todavía objeto de la necesaria cuantificación, es indudable que el **mercado de valores** es extraordinariamente sensible a los efectos que sobre él produce el impacto del **sistema tributario,** hasta el extremo de que quizás sea el inversor en valores el que se muestre más preocupado y consciente por los tributos que ha de pagar como consecuencia de esa actividad. Y ello, posiblemente, más por una intuición o por una reacción psicológica que por razones firmemente apoyadas en hechos y datos reales. De aquí que haya parecido inevitable incorporar a este número de PAPELES el tratamiento fiscal que los valores reciben hoy en España. Se ha contado para ello con la colaboración de **Francisco Javier Eiroa Villarnovo,** Subdirector General del Impuesto sobre Sociedades, y de **Jesús Quintas Bermúdez,** Jefe de la Sección del Impuesto sobre Sociedades y Régimen de Empresas, ambos Inspectores Financieros y Tributarios.

Cada una de esas colaboraciones aborda los problemas desde perspectivas distintas y complementarias.

Así, **Francisco Eiroa** expone, detallada y cuidadosamente, la regulación legal y reglamentaria de los Impuestos sobre la Renta y sobre Sociedades, en cuanto afectan a los valores mobiliarios, suministrando, además, un conjunto informativo de los criterios que la Administración financiera mantiene en cuanto a la aplicación de la normativa que rige los tributos de referencia.

Y por su parte, **Jesús Quintas** enfoca el tema desde una perspectiva diferente, prescindiendo del estudio legal, buscando la realidad del funcionamiento de los tributos desde la perspectiva de su neutralidad económica, y acabando con las propuestas que considera necesarias para mejorar los actuales mecanismos impositivos.

LAS FORMULAS PARA FACILITAR LA FINANCIACION ESPECIALIZADA: EL MERCADO HIPOTECARIO, EL CREDITO A LA EXPORTACION, EL CREDITO A LAS PYME

Las deficiencias del sistema de financiación de la vivienda en España se centran hoy en tres hechos: la elevada aportación del adquirente (en muchas ocasiones el desembolso representa el 40 por 100 del valor de la vivienda), el papel decisivo de las Cajas de Ahorros y el creciente de la Banca oficial, y la falta de un **desarrollo del mercado hipotecario.** A partir de estas tres características, el trabajo de **Antonio Santillana** trata de analizar la situación comparada mediante una breve referencia a las instituciones hipotecarias existentes en el Reino Unido, Estados Unidos y Francia, que prácticamente abarcan las diversas opciones o posibilidades hacia las que podría encaminarse el crédito hipotecario en España. En ese sentido contempla la acomodación del mercado hipotecario francés a la reglamentación derivada de la actuación de una institución crediticia pública, **Crédit Foncier,** dotada de muy amplias facultades; la necesidad del intervencionismo gubernamental en un mercado muy competitivo como el de los Estados Unidos para otorgar liquidez y homogeneidad a las hipotecas, y el estímulo a la financiación de la vivienda a través de incentivos fiscales, como en el caso del Reino Unido.

En España existe lo que podría llamarse un mercado primario de préstamos hipotecarios y, con el fin de que se dé un verdadero desarrollo del mercado hipotecario, es necesario resolver dos cuestiones importantes: la inmovilización de recursos que implica el crédito con garantía hipotecaria y la escasa liquidez de las carteras de préstamos hipotecarios o de las obligaciones hipotecarias por el coste que supone su transmisión, por la falta de homogeneidad de los títulos y, finalmente, por la complejidad jurídica que presenta la transmisión.

La Ley de regulación del mercado hipotecario se propone salvar estos obstáculos movilizando las carteras de hipotecas, mediante la emisión de títulos hipotecarios en base a dichas carteras e intentando que estos títulos sean líquidos mediante el fomento de un mercado secundario apoyado en los fondos de regulación. Este objetivo se complementa con la regulación de las características básicas de las operaciones activas y pasivas de las entidades financieras que pueden operar en el mercado hipotecario, así como del régimen fiscal, financiero y administrativo que enmarca su actuación.

Los problemas de la vivienda en España que, en opinión del profesor **Santillana,** son básicamente de tipo financiero, van a requerir durante largos años el intervencionismo estatal, ya sea vía coeficiente o vía pacto, como el Programa Trienal; ahora bien, lo que sí puede facilitar esta Ley es que parte del ahorro se dirija al sector de la vivienda por las ventajas que la misma introduce, pero difícilmente podrá escaparse la política de vivienda de cierto intervencionismo financiero, aun cuando el crédito hipotecario y los títulos hipotecarios se desarrollen y prestigien en base a la Ley de regulación del mercado hipotecario.

Rafael Manzanares brinda un análisis completo de la situación española en un aspecto concreto: el **crédito a la exportación** con apoyo oficial, del que ha de subrayarse el importante esfuerzo realizado para

ofrecer a nuestros lectores una información absolutamente actual. A estos efectos se recogen y comentan las disposiciones vigentes —incluida la Orden de 12 de noviembre de 1981, sobre tipos de interés aplicables en las operaciones de crédito a la exportación.

Las distintas modalidades de créditos, su volumen, así como los acuerdos a que, en la materia, se ha llegado por el Consenso OCDE, forman el contenido básico de esta colaboración, que afronta los problemas que suscita la insuficiencia actual de los fondos que se destinan a la financiación de la exportación, insuficiencia que puede intentarse corregir mediante la progresiva sustitución de los fondos públicos en poder de las entidades crediticias por créditos a la exportación, así como por la mayor selectividad del crédito con apoyo oficial, que ha de ser especialmente cuidadosa en evitar todo despilfarro.

Las **sociedades de garantía recíproca** aparecen muy recientemente en España como una medida para intentar una solución válida a un problema fundamental de las pequeñas y medianas empresas: la insuficiencia de garantías a la hora de acudir a las entidades de crédito para obtener financiación. Al estudio de este problema permanente, pero que se agudiza en las situaciones de crisis como la actual, se dedica la colaboración de **González Grimaldo.** El punto de partida de su trabajo es el reconocimiento del hecho de que estas sociedades, que constituyen por sí mismas instrumentos eficaces para impulsar la financiación de las pequeñas y medianas empresas a través de un sistema de garantía mutua que permite a los socios tomar riesgos que pueden ser avalados por ellas, no son por sí solas suficientes.

Era necesario un nuevo instrumento que garantizase, dentro de unos límites prudenciales, las operaciones de crédito concertadas por las pequeñas y medianas empresas, miembros de las SGR y que instrumentase el necesario grado de tutela y protección estatal a las pequeñas y medianas empresas. Este instrumento es el recientemente regulado de la Sociedad Mixta del Segundo Aval del Estado, cuyo objeto es otorgar el aval necesario a las operaciones de crédito realizadas por las empresas miembros de las SGR, mediante la concesión de cupos de avales que estas últimas administran por sí mismas.

Pese a las limitaciones que la ley les impone (y que se detallan en el trabajo de **González Grimaldo),** la creación de las SGR y de la Sociedad Mixta del Segundo Aval es una medida muy positiva, ya que —a juicio del autor— el impulso que requiere la inversión en la pequeña y mediana empresa va a encontrar a buen seguro un instrumento fundamental en dichas entidades, de lo que es buena prueba el hecho de que, constituida la Sociedad Mixta el pasado mes de julio, haya adjudicado ya el techo de avales correspondientes a 1981 entre las distintas SGR solicitantes.

PROBLEMAS ACTUALES DE LA FINANCIACION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA Y DE LA INVERSION DE LA EMPRESA ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

Un repaso de la situación actual de nuestro sistema financiero no resultaría completo sin incluir un estudio que nos permitiera conocer la **posición relativa de España en los mercados internacionales** y sus posibilidades de endeudamiento, así como las características de la deuda viva, y evaluar los factores que determinan el «precio» actual del «riesgo español». A partir de ese conocimiento podría y debería formularse una política tendente a mantener y mejorar la situación española en los mercados internacionales. Pues bien, esos son precisamente los puntos que aborda el trabajo —por demás interesante— de **Fernando Varela.**

El análisis actualizado de la inversión española en el exterior constituye un hueco informativo importante de nuestra literatura económica, que no han llenado trabajos recientes, tan limitados en sus realizaciones como excedidos en su título. Consciente de esta necesidad, la Fundación FIES encargó a **Juan José Durán Herrera** y **María Paloma Sánchez Muñoz** la elaboración de un amplio estudio sobre el tema, cuyo resumen aparece en este número, publicado en forma de artículo. Además de presentar en él una importante documentación estadística, agregada y elaborada convenientemente para facilitar su explotación, se comentan una serie de aspectos importantes que deseamos destacar brevemente.

En primer lugar, la inversión española en el extranjero ha atravesado dos etapas bien diferentes. La primera de ellas discurre hasta 1975 y se caracteriza por el predominio de las inversiones tendentes a apoyar la expansión comercial de nuestras exportaciones en Europa. La segunda, abierta con la crisis, tiene como destino fundamental Iberoamérica, cuyos países totalizan más del 64 por 100 de las inversiones españolas en el exterior. Se trata de una inversión motivada en cuanto que se apoya en la disponibilidad de un nivel tecnológico semejante, favorece el desplazamiento de la tecnología hacia la dotación de los recursos productivos, y trata de crear una estructura financiera en el exterior que apoye la presencia empresarial en ellos. La preponderancia de la inversión exterior española en sectores afectados por la crisis es clara (pesca, construcción naval, automoción, construcción), lo que denota su importancia, no sólo cuantitativa, sino cualitativa. Con todo, el proceso de inversión española en el exterior no ha hecho sino comenzar, pues sus cifras totales son modestas, y aunque deben vencerse determinadas dificultades, no cabe duda de que constituye una salida interesante para la actividad económica española.

LAS CAJAS DE AHORROS ANTE LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

Como el lector podrá observar, junto con las novedades ofrecidas por la reforma del sistema financiero, el índice de este número de PAPELES recoge una colaboración y unas opiniones referidas a un tema concreto que es necesario abordar, aunque al hacerlo no resulte cómodo. Se trata de valorar con objetividad la posición relativa en que han situado a las Cajas de Ahorros la reforma del sistema financiero.

Una característica exigible de la reforma del sistema financiero es la de un tratamiento equitativo de las distintas instituciones que forman parte del mismo. Y es aquí donde se ha dejado oír con frecuencia, pero sin eco suficiente —ni en la opinión ni en las decisiones públicas— la queja de las Cajas de Ahorros. Esa queja manifiesta la clara desigualdad en que se encuentran situadas frente al resto de las instituciones del sistema financiero. Y las consecuencias que para las Cajas y para la instauración de la competencia tiene un proceso de liberalización que distribuye posibilidades de libertad diferentes entre instituciones financieras que, al encontrarse situadas en posiciones de partida muy distintas, tienen muy desiguales oportunidades de actuación en el mercado. Parecía importante que esas afirmaciones, frecuentemente reiteradas por las Cajas de Ahorros, se concretasen más, tanto en cifras como en opiniones precisas de quienes las dirigen. Y ese doble propósito es el que trata de alcanzar la colaboración que este número incluye debida a **Jorge Juan Pereira,** y la encuesta de opinión realizada entre **Directores de Cajas de Ahorros** de distinta dimensión y características.

Tres son los problemas —en opinión de **J. J. Pereira**— que a las Cajas de Ahorros ha planteado el proceso de reforma del sistema financiero: 1.º, el elevado y desigual coeficiente de inversión obligatoria; 2.º, la existencia, dentro del sistema financiero, de condiciones objetivas que restan a las Cajas de Ahorros capacidad de competencia y que se traducen en una pérdida potencial de mercado; y 3.º, la menor rentabilidad relativa de las inversiones de las Cajas de Ahorros —en parte deseada, pero en parte derivada de obligaciones impuestas que las resta capacidad de competir.

Es evidente que la importancia del primero de esos problemas desborda claramente a los otros dos y que, incluso, esos otros dos giran en torno a él. Por este motivo, parece importante expresar en cifras esa denunciada discriminación que para las Cajas de Ahorros implican los coeficientes legales. El cuadro n.º 4, que incluye el artículo de **Pereira,** presenta sin retórica estas desigualdades de **partida,** en el **recorrido** del proceso de reforma y en el **punto de llegada** de las reducciones previstas. Esa desigualdad de los coeficientes legales no se registra sólo en el coeficiente de inversión obligatoria, afecta a todos ellos. Al coeficiente de caja con respecto al vigente para las cooperativas de crédito. Al porcentaje de depósitos remunerados exigido sólo a las Cajas de Ahorros y Banca privada. Y a la financiación privilegiada con respecto de todas las instituciones, en claro perjuicio de las Cajas de Ahorros. El hecho de que hoy —a comienzos de 1982— las Cajas dispongan, para realizar sus inversiones libres, de menos de la mitad de sus pasivos computables es un dato bien significativo y lo son aún más las diferencias de esa cantidad con la que el juego de los coeficientes establece para las otras instituciones del sistema financiero (las diferencias de los coeficientes son, para principios de 1982, 22,90 con la Banca no industrial, 25,90 con la Banca industrial y 39,35 con las Cooperativas).

Es obvio que una discriminación de estas características tiene que ser considerada como fundamental en el proceso de reforma del sistema financiero y que, sin terminar con esa notable desigualdad institucional, es muy difícil establecer condiciones de competencia justa y equitativa.

La necesidad del mantenimiento de la cuota de mercado es otra de las desigualdades que padecen las Cajas de Ahorros frente al resto de las instituciones financieras. La capacidad de competencia de cualquier entidad está determinada por la rentabilidad de sus activos, que definen las bases de partida para competir por la captación de recursos a distintas entidades financieras. La aguda competencia actual por la captación de recursos entre las distintas instituciones financieras y la limitada rentabilidad de los activos de las Cajas de Ahorros han creado unas condiciones objetivas que favorecen una competencia desigual, situación que explica la pérdida de cuota de mercado que, en los últimos ejercicios, han registrado las Cajas de Ahorros respecto de otras instituciones financieras del sistema.

En tercer lugar, la menor rentabilidad relativa de las inversiones de las Cajas de Ahorros, en relación con otros intermediarios financieros, es un hecho que deriva de distintos motivos, entre los cuales se han destacado, con razón, tres fundamentales: dedicación a inversiones menos rentables (por la elevada proporción de inversión obligatoria y por la marginación histórica de las Cajas de Ahorros hasta época reciente de ciertas categorías de inversión); la percepción de menores tipos de interés, situados por debajo de los aplicados por la Banca (hecho que prueba la propia información ofrecida por el Banco de España); finalmente, la mayor amplitud del plazo de los créditos concedidos por las Cajas de Ahorros respecto del plazo al que opera la Banca privada. La menor rentabilidad de las Cajas de Ahorros por esas tres motivaciones afecta a su capacidad de competencia en el mercado, hecho que debe tomar en cuenta el proceso de reforma del sistema financiero.

La posición de desigualdad de las Cajas de Ahorros, y la discriminación que el proceso de reforma del sistema financiero ha supuesto para estas entidades, constituye una proposición basada en los hechos, pero que, sin embargo, no ha penetrado en la opinión pública, ni tampoco en la política económica española. Increíblemente, el proceso de reforma del sistema financiero se ha presentado, con frecuencia, como un movimiento que favorecía a los intereses de las Cajas de Ahorros. Cierto es que las propias Cajas de Ahorros han afirmado en sus Asambleas su creencia en la necesidad del proceso de reforma del sistema financiero, porque la política de ajuste a la crisis económica exigía, por un servicio a los intereses generales, esa reforma de nuestra financiación. Pero, sin embargo, se ha omitido la insistencia con la que las Cajas de Ahorros han reclamado un **trato equitativo** en ese motivado proceso de reforma que, hasta ahora, no han recibido. En este sentido, debe indicarse que, al menos las últimas disposiciones fundamentales de reforma del sistema financiero, las correspondientes al mes de enero de 1981, independientemente consideradas, no han resultado perjudi-

ciales, como se demuestra en el trabajo de **Jorge Juan Pereira,** circunstancia ésta que no ha concurrido en otras disposiciones reformadoras, con excepción de la Reforma de 1977. Sin embargo, si la reforma y liberalización del sistema financiero deben continuar (y parece necesario que así sea por la necesidad de la política de ajuste a la crisis), la discriminación de las Cajas de Ahorros debe evitarse, y ello sólo es posible actuando sobre los desiguales coeficientes de inversión obligatoria, única base para garantizar una concurrencia competitiva.

Contrastar estas opiniones con quienes viven diariamente los problemas de las Cajas de Ahorros españolas y dirigen la administración de sus recursos, parecía conveniente para ofrecer al lector unas opiniones auténticas y representativas de las Cajas de Ahorros sobre el proceso de reforma del sistema financiero. A ese propósito ha respondido la encuesta entre los Directores de las Cajas de Ahorros que se contiene en la sección de Opiniones de este número 9 de PAPELES. Como el lector podrá comprobar leyendo estas opiniones, todas ellas parecen coincidir en algunos puntos:

- Considerar como positivo el balance general de las medidas de reforma, en cuanto tienden a un aumento de la competencia. Sin embargo, la diferencia temporal entre las medidas que afectan al pasivo y al activo puede producir efectos relativos perjudiciales a las Cajas de Ahorros. Es evidente que la postura justa sería: reducir e igualar la proporción de recursos cautivos entre Cajas y Banca y liberalizar luego los tipos de interés pasivos.
- Existe un notable acuerdo en considerar como primera causa de discriminación entre Cajas de Ahorros y otras instituciones financieras, la cuantía de los coeficientes de inversión obligatoria. En el segundo puesto figurarían: la menor rentabilidad relativa de las inversiones, debida a las obligaciones impuestas, con la existencia de otras condiciones objetivas que obstaculizan la competencia.

  La concesión de plazos mayores en los créditos figura detrás de los obstáculos anteriores, y se le concede poca importancia a la menor rentabilidad, debida a decisiones voluntarias de las propias Cajas en atención a su clientela o a la filosofía social que corresponde a su mismo nacimiento como institución de crédito.
- Los efectos discriminatorios padecidos por las Cajas de Ahorros se concretan en tres fundamentales: 1.º, pérdida de cuota de mercado por la dificultad de retribuir al pasivo como la competencia; 2.º, encarecimiento de la financiación a sectores que tradicionalmente vienen siendo clientes de las Cajas; y 3.º, los vencimientos medios de los activos, superiores en las Cajas a la media del mercado, lo que dificulta la adaptación a las características de un mercado cambiante.
- Respecto de los principios que deberían guiar a la reforma del sistema financiero, la encuesta destaca seis fundamentales:

  1) Igualdad de condiciones y oportunidades en el mercado. El Estado debe crear otros mecanismos para subvencionar a los sec-

tores que considere oportuno pero no los tipos de interés artificiales, a costa de las entidades financieras.

2) Consolidar el principio de transparencia de mercado.
3) Establecer un eficaz control sobre el cumplimiento fiel de las «reglas de juego» que se establezcan.
4) Acompasar la liberalización del sector financiero a la del sector real de la economía, buscando un equilibrio.
5) Potenciar los mercados secundarios.
6) Proceder gradualmente para evitar traumas siguiendo un programa previamente conocido.

LAS SODIS Y LA POLITICA DE DESARROLLO INDUSTRIAL DE LAS REGIONES ESPAÑOLAS

La habitual sección de PAPELES dedicada al estudio de los «Problemas de las Comunidades Autónomas» no presenta en esta ocasión el análisis económico de una región determinada. Por el contrario, el trabajo que publicamos, escrito por **Julio García Fernández,** sobre las Sociedades de Desarrollo Industrial Regional (SODI), analiza la respuesta a un problema de interés más amplio o general: la forma de reducir las diferencias en el grado de industrialización entre unas regiones y otras, mediante la promoción industrial realizada con apoyo de la intervención pública, y la colaboración de entidades financieras privadas. Sistema aplicado hasta ahora en Galicia (SODIGA), Andalucía (SODIAN), Canarias (SODICAN), Extremadura (SODIEX), y muy recientemente en Castilla y León (SODICAL).

Dada la elevada correlación existente (al menos hasta el presente) entre grado de industrialización y nivel de vida, el desequilibrio regional del desarrollo industrial español de las dos décadas pasadas ha sido abordado como un problema de justicia distributiva antes que como un problema de eficiencia económica. De aquí que los intentos por corregir esta situación hayan ido dirigidos más por la vía de la transferencia de recursos financieros (subvenciones) que por el análisis y corrección de las causas reales que han motivado la actual asignación de recursos y especialización productiva regional. No se ha entrado así a determinar hasta qué punto un sistema homogéneo de precios de los recursos (humanos, reales o financieros), que olvida la diferente dotación regional de los mismos, ha podido ser el factor decisivo que ha agravado una distinta dotación natural de factores a escala regional, o si, por el contrario, el fenómeno es debido a la distinta cualificación del capital humano.

En cualquier caso, todavía no se ha realizado un estudio concluyente que explique, en profundidad, la razón de las diferencias patentes entre el nivel de desarrollo socio-económico de las diversas regiones españolas. Pero, aunque las causas no estén suficientemente claras, ante el agravio comparativo de la situación, la Administración intentó desde el principio paliar las diferencias existentes a través de una confusa

política de desarrollo regional (polos, áreas de expansión), cuyos pobres resultados saltan a la vista.

La más reciente experiencia de esta beligerancia pública en materia de desarrollo regional, posiblemente urgida por motivos electorales, está constituida por las llamadas Sociedades de Desarrollo Industrial. Aunque todavía es pronto para realizar un balance sobre las mismas, sí pueden ya ponderarse sus posibilidades de éxito o fracaso en función de las razones históricas que las hicieron nacer, y de los medios y naturaleza con que se las ha dotado.

Para conocer el estado de esta cuestión, la Fundación FIES encargó al economista del Estado **Julio García Fernández,** una investigación amplia sobre las SODI, cuyo resumen publicamos en este número de la Revista. Su autor ha vivido desde dentro parte de esta experiencia, de forma que lo que el estudio pueda perder en objetividad lo gana indudablemente en precisión y originalidad. En conjunto, el trabajo resumido que presentamos significa una panorámica completa de la naturaleza de las SODI, su operativa, sus problemas, sus virtudes y sus defectos, contemplada a la luz de su nueva concepción como «sociedades mercantiles de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, minoritaria y temporal, la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios».

Son tres, al menos, las cuestiones fundamentales de la problemática de las SODI. Por una parte, la presencia de un organismo de promoción industrial nacional —el Instituto Nacional de Industria— que opera a través de la gestión unitaria de sus participaciones accionarias en diversas sociedades. Se ha pretendido así transmitir la experiencia industrial acumulada, durante cuarenta años, en un organismo autónomo de la Administración central al insuficiente espíritu empresarial y baja capacitación gerencial de muchas regiones industrialmente atrasadas, aunque para ello haya sido necesario forzar la natural vocación nacional del Instituto hacia objetivos que se separan de su filosofía.

Por otra parte, la presencia de las Cajas de Ahorros en las SODI de cada región respectiva, como socio minoritario pero importante, junto con una participación más simbólica de otras entidades financieras, ha dado a estas sociedades una destacada proyección financiera. De la conjunción de la potencialidad de estos dos sujetos activos ha surgido un estatuto original (al menos, no copiado íntegramente de las experiencias de otros países) que se analiza con detalle en el trabajo de **Julio García.**

Finalmente, está prevista la incorporación al accionariado de las SODI de los entes autonómicos, con lo que quedaría asegurada la defensa de los intereses regionales por la vía del conocimiento más próximo y correcto de sus problemas específicos.

Pero si potencialmente las SODI pueden tener virtudes, también están expuestas a numerosos peligros. La presencia mayoritaria del INI puede

significar la imposición de criterios netamente políticos sobre otros más técnicos; la participación de las Cajas puede llevar a la primacía de una rentabilidad más socio-regional que económica; las dificultades por las que atraviesan numerosas industrias pueden llevar a las SODI a convertirse en hospitales regionales de empresas; la mediación financiera, insuficientemente controlada, puede afectar negativamente a la incidencia de la política monetaria; las pérdidas posibles y las correspondientes subvenciones pueden ahogar los aspectos positivos de muchos resultados.

Sin embargo, no es éste el lugar para pronunciarse a favor o en contra de las SODI. Además, antes ya se dijo que cualquier juicio sería todavía prematuro. Pero, indudablemente, el trabajo que publicamos es un instrumento de análisis valioso para ir formando una opinión acerca de las SODI, y especialmente sobre si esta experiencia debería o no ser extendida a otras regiones, y en qué condiciones y con qué reformas.

¿QUE HACER FRENTE A LA CRISIS? LAS PROPUESTAS DEL PROGRAMA DE POLITICA ECONOMICA A PLAZO MEDIO DE LA CEE

Un convencimiento, cada vez más arraigado y extendido, se ha ido creando sobre el hecho de que los tres grandes problemas en que la crisis actual se manifiesta no son solubles a corto plazo, ni están causados, además, por puros motivos coyunturales. El lento desarrollo, la desocupación creciente y la persistencia de la inflación son problemas con dimensiones suficientes como para que su tratamiento reclame actuaciones a **plazo medio** de la política económica. Una política que defina y fije un cuadro general de actuaciones continuadas en el tiempo, en el que se inscriban las medidas del corto plazo.

El reconocimiento de esa situación y las características a las que debe responder la política económica a plazo medio, constituyen las dos líneas directrices a que obedece el V Programa de Política Económica de la CEE. El lector puede encontrar expuesto en la última sección de PAPELES su contenido.

La descripción de los eslabones de la compleja cadena de causación, que ata a las economías contemporáneas a la crisis, es su punto de partida. Una presión inflacionista arraigada en la elevación de los precios de la energía y materias primas que enciende, en el frente interno, las elevaciones anticipadas de las rentas y costes, ampliando así sus consecuencias. Una elevación adicional de los costes de la seguridad social, para transferir al Estado los costes de la crisis. Una caída del ritmo de avance de la productividad motivada en razones que no son pasajeras, un déficit público creciente que dificulta la financiación del sector privado, una caída, en fin, de los beneficios y de la producción que explica, con la multiplicación de las incertidumbres, el desplome de las inversiones, son todos ellos factores que han hecho de las sociedades actuales economías con equilibrios perturbados, más dedicadas a transferir que a crear riquezas, economías sin empleos para la creciente oferta de trabajo disponible. No es posible conceder

un futuro a economías con tan capitales defectos. No es posible imaginar, tampoco, que esas múltiples deficiencias de las economías actuales puedan remediarse con actuaciones coyunturales a corto plazo secundadas por un corto esfuerzo de la población. Es necesario otro planteamiento diferente. Ese planteamiento distinto, expuesto en el V Programa de Política Económica de la CEE, obedece a unos **principios,** se ajusta a una **estrategia** y reclama un **horizonte temporal** para su aplicación y vigencia, coherente con la densidad temporal de los problemas que trata de afrontar y resolver.

Es insistiendo sobre la necesidad lógica de este planteamiento temporal de los problemas de la crisis, como cuestiones sólo solubles a plazo medio, como debe entenderse y exponerse el Programa de política económica de la CEE. No es posible avanzar respuestas constructivas a las dificultades de la crisis sin reclamar el tiempo y la continuidad necesarias para ello. A esa misma conclusión llegaba la OCDE, tras su reciente análisis de la situación y las perspectivas económicas de los distintos países: «Los problemas de la crisis se han dilatado en el curso de los últimos años y se necesitará tiempo para aportar soluciones positivas. La consideración de esos problemas como cuestiones a plazo medio, que necesitan programas a plazo medio para su solución, se ha ido extendiendo cada vez más en diferentes países.» Ese programa de política económica a plazo medio, que propugna la CEE, debe servir de marco de referencia a las medidas coyunturales y debe entenderse como un acto político que implica disciplina, sacrificio y cambios de los comportamientos de distintos grupos sociales, y esfuerzos y coste de cada uno de los ciudadanos. La vuelta de los países europeos a su comportamiento como sociedades dinámicas, generadoras de producción y proveedoras de empleo a su población, no se logrará sin un esfuerzo perseverante de todos los ciudadanos, que debe exigirse desde los principios y la estrategia de un programa de política económica a plazo medio.

Los principios a que obedece el V Programa de Política Económica de la CEE son cuatro: 1.º Gestionar la economía en tiempo de incertidumbre necesita, como criterio fundamental, fijar la política económica a plazo medio para ofrecer un dato firme con el que los agentes de la economía puedan contar. 2.º La rápida evolución en los datos de la economía —precios relativos, mercados, tecnología— reclaman respuestas y cambios rápidos en el comportamiento de los intérpretes del proceso económico. Favorecer esos cambios, modificando y flexibilizando para ello el sistema económico, es parte vital de la política económica. 3.º No hay respuestas posibles a la crisis por la vía del proteccionismo que aísle a un país del exterior. Si los países intentan salvarse solos de la crisis se perderán todos en sus problemas. 4.º La CEE tiene respuestas importantes a la crisis y aprovecharlas es una necesidad derivada de su lógica.

Sobre la base de esos cuatro principios la estrategia de la política económica deberá atender a dos objetivos fundamentales: 1.º, reducir la inflación y aumentar la estabilidad; y 2.º, variar y mejorar la estruc-

tura productiva para posibilitar un crecimiento mayor y adoptar aquellas decisiones y reformas que permitan un aumento en el empleo.

La consecución de esos dos objetivos de la política a plazo medio precisa de una integración de medidas debidamente coordinadas entre sí. La política contra la inflación debe partir del conocimiento de dos hechos elementales: las poderosas raíces sociales del mal que trata de combatir y la amenaza que su presencia supone para una sociedad dinámica. La moderación en el crecimiento de las rentas salariales, la vigilancia en el crecimiento del gasto público corriente (en especial, los gastos de transferencia a través de cuyo aumento los ciudadanos tratan de trasladar sobre el Estado los costes de la crisis), la limitación de la cuantía del déficit público y la articulación de una política monetaria activa que impida el arraigo y generalización de expectativas alcistas sobre precios, constituyen los puntos de referencia a los que hay que atender para comprobar la verdadera voluntad antiinflacionista de la política económica. Y también para conocer los puntos de actuación de una política estabilizadora.

Esa política anti-inflacionista debe discurrir paralelamente con el conjunto de medidas con las que mejorar la estructura productiva y la competitividad de la economía frente al exterior. Sin un aumento de la productividad y una reducción del crecimiento de los costes de producción, no será posible mejorar las condiciones para invertir y para competir con el exterior. La práctica de una política de ajustes positivos en la industria, la especial atención al aumento de las inversiones públicas y privadas, la puesta en marcha de un programa energético, constituyen otros tantos capítulos de actuaciones necesarias de la política económica a plazo medio.

La mejora del empleo —la gran debilidad de la actual situación económica— debe descansar —según el V Programa de la CEE— en el aumento de las inversiones (públicas y privadas) en el crecimiento de la exportación, y en la necesaria moderación del crecimiento de los costes trabajo. Sin esa caída en los costes reales del trabajo y el aumento en las tasas de inversión, nada duradero puede hacerse en el frente del empleo. Pero si esta condición se cumpliera, debería secundarse con la práctica de mejoras programadas en el mercado de trabajo: con adopción de medidas que den más flexibilidad al empleo y que permitan una mejor ordenación del tiempo de trabajo.

En todas las actuaciones de política económica aconsejadas por la CEE se recomienda no olvidar la potenciación del Mercado Común como medio que ayude a la consecución de los dos objetivos del programa a plazo medio. No aprovechar las ventajas, que a este respecto puede ofrecer el mercado, sería un error y ese aprovechamiento pide que se actúe en cinco direcciones diferentes: progresar en el asentamiento y extensión del sistema monetario europeo; definir los programas comunitarios que permitan el incremento de la inversión, fundamentalmente en energía; eliminar toda clase de obstáculos para que el Mercado Común funcione de una manera adecuada, y definir una política de empleo en la que participen todos los países de la CEE de una

manera asociada, de forma que las acciones nacionales encuentren, en el quehacer simultáneo de los restantes miembros de la Comunidad, un refuerzo importante.

Este urgente quehacer europeo, al que se refiere el V Programa de política económica de la CEE, no puede considerarse como una tarea ajena a la política económica española y ello por dos motivos:

Primero, porque la economía española está de hecho ya integrada en la economía de Europa. España nó puede vivir aislada de la economía exterior. Como afirmaba con acierto el Banco de España en su «Informe Anual de 1978»: «Las posibilidades y perspectivas de la economía española están estrechamente condicionadas por el funcionamiento de la economía mundial y, muy especialmente, de las economías industriales europeas... Nuestra economía está relacionada con las economías industriales, no sólo mediante las transacciones del comercio exterior, sino a través de unos mismos problemas básicos y de la evolución en el estado de las expectativas empresariales y en las actitudes socioeconómicas generales.» Conocer, por tanto esos problemas básicos y las actitudes que frente a ellos adoptan las distintas instituciones económicas europeas, es un dato del que tenemos que partir y ante el que no podemos alegar ignorancia mas que al coste de pagar sus consecuencias.

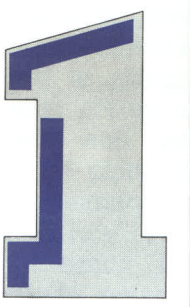
Segundo, porque el horizonte comunitario de España está cercano, pese al aparente distanciamiento temporal que significa el enunciado de la fecha de nuestro ingreso: el 1.º de enero de 1984. Conocer, por ello, las líneas de la programación de la política económica de la CEE a plazo medio equivale a proclamar las pautas a que deberá ajustarse nuestro comportamiento económico si deseamos que el ingreso en la CEE sea posible y se realice sin traumas.

Resulta alentador comprobar cómo esas preocupaciones y medidas que atraen la atención de la política comunitaria a plazo medio, forman parte hoy de la propia política económica española. El acento concedido a los costes reales del trabajo como condición inexcusable de estabilidad, competitividad y empleo, las reformas del mercado de trabajo para dotarle de una mayor flexibilidad, las políticas de ajuste positivas a la crisis para tratar de reestructurar los distintos sectores productivos, la prioridad concedida a la política energética, son criterios dominantes en la política económica española, al igual que dominan también en la estrategia de la política económica comunitaria. Quizás la principal diferencia entre la política comunitaria y la española resida en un hecho: el **tiempo** necesario de la vigencia de esas medidas sobre las cuales la Comunidad llama la atención de los distintos países miembros.

El V Programa se ha realizado para definir una política económica que cubra el plazo medio (1981-85). Un tiempo económico necesario para que las directrices que incorpora el Programa de la Comunidad logren los objetivos propuestos. Ese acento, que la CEE coloca en el plazo como elemento fundamental de la política frente a la crisis, debería escucharse por nuestra política económica, por cuanto consti-

tuye una gran necesidad de nuestra economía. Se ha repetido con insistencia y con verdad, que el tiempo económico de España ha estado interferido constantemente en los pasados años críticos y en el presente por decisiones políticas de considerable trascendencia. Esta invasión de las decisiones políticas en el tiempo económico se ha hecho a costa de acentuar las incertidumbres que la crisis actual desata sobre todas las decisiones privadas y públicas. Y en este ambiente de incertidumbre, el temor y la abstención en las decisiones de inversión constituyen una inevitable consecuencia que se paga muy cara en términos de crecimiento en la producción y en las cifras de desempleo. La economía española debería contar con un horizonte económico —al igual que el Programa de política a plazo medio de la CEE sugiere— de cuatro años, en el que fuese posible programar ordenadamente su recuperación. Mientras no se disponga de ese tiempo, que la economía necesita para vivir en él la ejecución de un programa bien articulado, será imposible que tengamos inversiones mayores que den dinamismo a nuestra producción, y tampoco será posible que creemos los empleos que están pidiendo las jóvenes generaciones de españoles, retenidas y decepcionadas por un mercado de trabajo que raciona severamente la ocupación y aumenta en límites costosos y difícilmente sostenibles a esas dos categorías que otorgan un carácter decadente y parasitario al árbol del empleo: los parados y los inactivos.

COLABORACIONES



REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL Y ECONOMIA DE MERCADO

Los Pactos de la Moncloa, firmados en el verano de 1977, abren un período reformador del sistema financiero español delimitando objetivos claramente definidos, instrumentando coherentemente una política global de cambio.
Victorio Valle, partiendo de esta tesis, se ocupa en este artículo de determinar cuáles han sido las novedades importantes que el proceso reformador ha incorporado a nuestra economía financiera, así como los criterios a que responden y las áreas en que se inscriben, y en qué medida el nuevo sistema financiero incide sobre las posibilidades de recuperación de la economía española frente a la crisis actual.

I. INTRODUCCION

NO parece exagerado afirmar que a finales de la década de los años sesenta, como consecuencia del intenso proceso de crecimiento experimentado por la economía española, existía una conciencia generalizada de un profundo desajuste entre las necesidades de financiación de nuestra economía real y las posibilidades ofrecidas por las instituciones y activos que definían el sistema financiero español.

El excesivo peso del sistema crediticio, y particularmente del bancario, la correlativa escasa importancia del mercado de valores, la vigorosa presencia de circuitos de financiación privilegiada, el control administrativo de los tipos de interés activos, que convertía al sistema crediticio en un mecanismo de racionamiento más que de mercado, y el de los tipos pasivos que, como consecuencia de la inflación, conducía a una retribución negativa en términos reales del ahorro, la ausencia de competitividad en el marco institucional, con la lógica secuela de unos elevados costes de transformación y la inexistencia de mecanismos adecuados para el ejercicio del necesario control monetario de la economía, eran los rasgos más destacables de un sistema financiero desajustado e ineficiente.

Creo que es una predicción fácil afirmar que el ajuste y modernización del sistema financiero español se hubiera producido en todo caso. La experiencia de otros países apunta hacia un desarrollo, complejidad y sofisticación crecientes de las instituciones e instrumentos financieros a medida que se va produciendo un desarrollo de la economía real, y con un dinamismo aún más acentuado que el de este último. De todas formas, la crisis económica que se inicia en 1974 va a agudizar la incapacidad del sistema financiero tradicional, haciendo más evidente la necesidad de su reforma.

Este sentimiento de necesidad daría lugar a ciertas alteraciones, que merecen una valoración positiva, en el esquema antes referido. Tales son la mayor flexibilidad en la creación de nuevos Bancos, un cierto progreso en la liberalización de los tipos de interés en operaciones a más de dos años, y la reducción en los coeficientes de inversión obligatoria de las entidades de crédito que aportaron las normas introducidas en 1974.

Desde mi punto de vista, sin embargo, sólo puede hablarse con propiedad de reforma del sistema financiero para referirse al conjunto de modificaciones introducidas gradualmente a partir del verano de 1977 y vinculadas en su orientación y en el espíritu de racionalidad económica que en ellas subyace a la figura del profesor Fuentes Quintana. Mi afirmación deriva del convencimiento de que, por vez primera en la historia reciente, se formula un esquema de reforma del sistema financiero con unos *objetivos claramente definidos,* con el diseño de una *instrumentación coherente* y una idea de *totalidad,* y no una aproximación parcial y, por tanto, incompleta.

Es obvio que, desde mediados de 1977 hasta ahora, el curso de las modificaciones del sistema financiero ha atravesado etapas con diferente intensidad de la propensión al cambio, derivadas, sin duda, de las tensiones originadas por la situación económica general —particularmente de los sectores en crisis— y de las necesidades derivadas de la financiación de un déficit público creciente.

Sin embargo, cualquiera que sea la valoración del ritmo al que se ha conducido la reforma

del sistema financiero, cinco principios básicos han estado siempre presentes:

1. Introducir una mayor racionalidad económica en la estructura productiva española, evitando que un sistema financiero permisivo y administrado produjera efectos indeseables en la asignación de los recursos.
2. Fomentar el ahorro, mediante la adecuación de su remuneración en un marco de libertad.
3. Reforzar la competencia entre instituciones financieras sin detrimento de la seguridad del pequeño ahorro.
4. Permitir una mejor instrumentación del control monetario, mediante el adecuado desarrollo del mercado de dinero.
5. Acercar la estructura de nuestras instituciones y activos financieros al marco de la Comunidad Económica Europea.

Desde esta variada perspectiva, creo que las medidas que se han ido adoptando en los últimos cuatro años han sido numerosas e importantes y han acrecentado en forma notable la libertad y la transparencia en el funcionamiento de nuestro sistema financiero.

El propósito de este trabajo no es realizar un detallado y exhaustivo análisis de las disposiciones adoptadas. En otros estudios —desde estas mismas páginas de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA— se ha realizado esa labor de seguimiento donde el lector, con un escaso esfuerzo de actualización a lo sumo, puede encontrar una relación detallada de las modificaciones más importantes.

El objetivo de esta colaboración es distinto, y pretende ofrecer una respuesta a una doble pregunta de quien se acerque con afán crítico a las modificaciones introducidas en el sistema financiero.

La primera de las cuestiones que cabe plantearse, es si la reforma del sistema financiero ha incorporado novedades importantes en el funcionamiento de la economía financiera y cuáles son los criterios a que responden y las áreas en que se inscriben.

El segundo tema que considero importante plantear, es el ajuste —o desajuste— entre el nuevo sistema financiero que va emergiendo de la reforma y las necesidades de la economía española. Para decirlo sin paliativos, ¿no estará la reforma financiera incidiendo negativamente sobre las posibilidades de recuperación de la actual crisis económica?

II. ALGUNAS NOVEDADES SIGNIFICATIVAS EN EL PROCESO DE CAMBIO DEL SISTEMA FINANCIERO

En términos generales, está claro que la reforma del sistema financiero ha aportado mayores dosis de libertad en los tipos de interés y en las inversiones y comportamiento general de las instituciones financieras, y también me parecen fuera de duda las aportaciones de la reforma en el terreno de una mayor claridad y transparencia en todo el funcionamiento del sistema. Sin embargo, si se me pidiera una síntesis de las novedades técnicas que la reforma ha comportado, bien es verdad que ni todas ellas han surgido de las páginas del *Boletín Oficial del Estado,* ni todas están ya en vigor, creo que resaltaría las que afectan a cinco áreas fundamentales que seguidamente enumero y comento sucintamente.

1. *La novedad institucional de la entrada de la Banca extranjera*

Tal vez el impacto institucional más importante que la reforma del sistema financiero ha comportado, ha sido la autorización concedida por el Real Decreto 1.388/1978, de 23 de junio, a la Banca extranjera para operar en nuestro país. Tanto por lo que implica de incremento del tejido de las instituciones financieras, como por lo que cabe esperar de las aportaciones de estos Bancos en orden a su experiencia y al desarrollo de nuevos instrumentos y técnicas financieras.

Personalmente creo que el fenómeno de la presencia de la Banca extranjera en España, tanto por la vía regular del Real Decreto antes citado, como mediante su participación mayoritaria en Bancos en crisis rescatados del Fondo de Garantía de Depósitos, es extraordinariamente importante. De una parte, la apertura de oficinas en España de la práctica totalidad de los Bancos extranjeros importantes demuestra que nuestro país, desde la óptica bancaria internacional, constituye una opción interesante. De otra, la aún breve experiencia demuestra que han realizado aportaciones técnicas de interés, tales como la generación de un mercado de

letras avaladas —como forma de obviar sus limitaciones de oficinas operativas para captar recursos ajenos— y su participación vigorosa en el terreno de los créditos sindicados en pesetas con tipos de interés variable.

2. *La potenciación de activos e instituciones en el mercado a corto plazo*

Dos aspectos básicos señalaré en este orden de innovaciones:

a) El desarrollo del mercado de letras avaladas por la Banca y negociadas en Bolsa.

Más allá de constituir primariamente un instrumento de captación de recursos ajenos para la Banca extranjera, el desarrollo de este mercado en forma transparente introduce una relación organizada entre el mercado de dinero y el mercado de valores, colabora a la generación de un tipo de interés de referencia en operaciones a corto plazo y estimula la presencia en el sistema de un activo líquido, seguro y rentable, como alternativa de inversión por parte del público.

b) La aparición de las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero, como operadoras por cuenta propia en el mercado compuesto por instituciones financieras —aunque con vocación de alcanzar en el futuro a los ahorradores privados—, que además de facilitar una adecuada gestión de tesorería a las entidades financieras, va a permitir el necesario desarrollo de un mercado secundario de títulos seguros (bonos y pagarés del Tesoro, certificados de depósitos, etc.) y a corto plazo.

3. *Las fórmulas para procurar una ampliación de los plazos en el flujo de fondos hacia las empresas*

En este sentido, es obvio que hay que destacar en primer término la creación —para las Cajas de Ahorros— y ampliación para la Banca privada de la obligatoriedad de materializar un porcentaje relativamente elevado de sus pasivos —10 y 7 por 100, respectivamente— en créditos o adquisición de títulos de renta fija con vencimiento superior a tres años.

Pero creo que la generalización en el uso de operaciones de créditos con tipos de interés variables —y particularmente las operaciones sindicadas por un grupo de entidades financieras— constituyen una novedad importante en cuanto medio de lograr una mayor distribución del riesgo y, sobre todo, de romper con la tradicional renuencia de la Banca española a operar a plazo medio y largo ante la incertidumbre de la evolución de los tipos de interés y el consiguiente riesgo de contratar en unas condiciones cuya rentabilidad futura real se viese fuertemente dañada. La introducción de este tipo de operaciones va a permitir cubrir un segmento de financiación necesaria y obliga a avanzar en la potenciación, como ya antes se ha indicado, de un mercado a corto plazo que pueda ofrecer un tipo de interés representativo y de general aceptación como base para las operaciones con tipo variable.

4. *La reforma del mercado de valores*

En el área del mercado de valores se ha ido produciendo —básicamente en el último año y medio— una modernización importante que tal vez por su carácter más técnico que popular y por su independencia respecto al curso de las cotizaciones bursátiles sea menos conocida. Creo importante reafirmar que la evolución del mercado de valores y concretamente de la Bolsa en España, siempre será, como en todos los países, un reflejo de la situación económica real que le sirve de base. La reforma emprendida, inspirada en el Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores creada en agosto de 1977, pretende practicar aquellos cambios operativos e institucionales necesarios para que ese reflejo de la realidad sea lo más nítido posible, sin desviaciones ni comportamientos que oculten la realidad de los hechos. En este sentido, tres áreas han sido abordadas:

1.° Las tendentes a hacer penetrar en nuestro mercado de valores los principios del orden de competencia. Y en particular con cuatro hitos significativos:

a) Información (R. D. 1.847/1980, de 5 de septiembre). Se trata, en conexión con las directrices de la CEE, de exigir de los emisores de títulos valores información solvente y gratuita en un triple frente:

1) Del propio emisor, de su situación económica y financiera y de su naturaleza jurídica.

2) Sobre la emisión en sí, es decir, sobre el activo financiero que ofrece.

3) Información periódica sobre la situación de la entidad emisora y de los hechos relevantes que hayan acaecido.

b) Asegurar el funcionamiento de los principios del mercado en la formación de los pre-

cios en el mercado de valores (R. D. 1.849/1980, de 5 de septiembre).

Se trata de asegurar el conocimiento de las órdenes de compra-venta de valores, desde que se inician hasta que se ejecutan, y garantizar el cumplimiento de la voluntad del ordenante. Por otra parte, obligar a que las aplicaciones de órdenes de compraventa para un mismo valor en un mismo mediador, se realicen con la necesaria publicidad y conocimiento del mercado para impedir que se casen operaciones en condiciones diferentes a las que el mercado está dispuesto a admitir en cada momento.

c) Regular las operaciones de naturaleza excepcional, exigiendo la realización de ofertas públicas de adquisición (R. D. 1.848/1980, de 5 de septiembre).

Se trata, en definitiva, de proteger los intereses de los accionistas minoritarios frente a actuaciones de personas naturales o jurídicas que pretendan adoptar una posición dominante en una sociedad, exigiendo que la oferta de adquisición se haga pública y en régimen de mercado.

d) El perfeccionamiento de las normas de contratación bursátil (R. D. 1.538/1981, de 13 de julio).

Se pretende fundamentalmente asegurar la transparencia en la contratación y en la formación de los cambios, adecuar el desarrollo de las sesiones bursátiles y las formas de contratación a las peculiaridades de cada tipo de valor y, en general, a integrar todas las operaciones en los actos de contratación oficial.

2.° Las encaminadas a potenciar el mercado secundario de valores y a facilitar la liquidez de los títulos.

En este orden cabría destacar:

a) El nuevo sistema iniciado por el Real Decreto 1.846/1980, de 5 de septiembre, para que los emisores de valores tuvieran acceso desde el mismo momento de la emisión a los beneficios de la cotización calificada, siempre que se comprometan a una consignación de dinero y títulos en las Juntas Sindicales de las Bolsas para que éstas operen en el mercado realizando la contrapartida que facilite el logro mínimo de frecuencia y volumen de cotización exigidos.

La novedad más importante es la introducción de una nueva institución financiera: «las sociedades de contrapartida», en las que, alternativamente a la consignación directa de dinero y títulos, pueden encomendar los emisores la labor de facilitar la adecuada liquidez a sus títulos.

b) Las mayores exigencias contenidas también en el Real Decreto 1.538/1981, de 13 de julio, sobre admisión, permanencia y exclusión de la cotización oficial, así como sobre las condiciones para conceder la cotización calificada.

La preocupación fundamental en este terreno es restaurar el sentido de la cotización oficial, simple y calificada, de un título en Bolsa, exigiendo que reúna los requisitos mínimos de difusión en el mercado.

3.° Las que tienen por objeto fomentar la afluencia de ahorro al mercado de valores. En este sentido, señalaría una realidad ya existente y otra que, según todos los indicios, puede serlo en breve plazo de tiempo.

Me refiero, en primer lugar, a la posibilidad abierta por la Orden de 10 de abril de 1981, de realizar operaciones bursátiles con crédito al comprador y vendedor.

La idea subyacente en esta disposición ha sido la de introducir en nuestro sistema bursátil un tipo de operación que sirviera de enlace entre el mercado de valores y el mercado monetario.

En este sentido, cabía una alternativa, que era reponer las fórmulas de operaciones a plazo que contempla —aunque su aplicación está actualmente suspendida— el vigente Reglamento de Bolsas. Sin embargo, dos consideraciones básicas inclinaron por otra fórmula, que en todo caso no es incompatible con la tradicional y cuya aplicación puede continuar estudiándose:

a) El sistema tradicional es complejo desde el punto de vista administrativo. Sigue el modelo latino y la experiencia da cuenta de su abandono en otras Bolsas europeas.

b) El sistema tradicional exige, para los títulos en que se opere a plazo, dos mercados distintos con cambios distintos: al contado y a plazo, lo que parece un mecanismo complejo para una Bolsa tan estrecha como la española.

La Orden de 10 de abril de 1981 está inspirada en el sistema del «margen americano», fue recomendado por la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y sus características son:

a) Posibilidad de comprar valores con sólo un 25 por 100 del dinero necesario, mediante

crédito de dinero que le facilita el agente mediador a través de la Junta Sindical.

b) Posibilidad de vender valores, con sólo depositar el 25 por 100 de su importe, mediante crédito de títulos que le proporciona su agente a través de la Junta Sindical.

c) Existe, por tanto, *un único mercado de contado.* Lo que se establece es una relación entre comprador o vendedor y agente mediador que permite diferir el pago o cobro hasta un máximo de noventa días.

d) Para facilitar a la Junta Sindical la financiación para estas operaciones se le permite acudir al mercado monetario en las condiciones que establezca el Banco de España.

e) El préstamo de títulos permite a las Sociedades de Cartera, Fondos de Inversión, etc., obtener un rendimiento mediante la cesión de sus títulos para estas operaciones cobrando una comisión.

f) La seguridad de la operación es total, pues los títulos permanecen siempre —hasta que la operación se cancela— en poder de la Junta Sindical y el comprador y vendedor están obligados a entregar a la Junta una orden de venta o compra irrevocable para cubrir la operación en caso de incumplimiento al término del período pactado.

g) El sistema sólo se aplica a los títulos de cotización calificada que determinen las Juntas Sindicales de cada Bolsa.

La segunda área de innovación en la línea de atraer ahorro hacia el mercado de valores se encuentra en el Proyecto de Ley de Instituciones de Inversión Colectiva que posiblemente, cuando este trabajo se haya publicado, habrá sido remitido al Congreso para la consiguiente discusión parlamentaria.

En dicho Proyecto de Ley se procede a una regulación financiera más flexible de las Instituciones de Inversión Colectiva hoy existentes (Fondos y Sociedades de Inversión Mobiliaria), se introducen nuevas figuras como las Sociedades de Inversión con Capital Variable y, sobre todo, los Fondos de Pensiones —tema debatido y polémico—, llamados a desempeñar un papel importante como elemento complementario de la Seguridad Social mediante planes de pensiones y otras prestaciones sobre la base de los rendimientos de un patrimonio cuya inversión, parcialmente obligatoria, en el mercado de valores puede contribuir decisivamente —así ha ocurrido en otros países— a reanimar un mercado de valores estrecho y con poca utilidad.

Por otra parte, el Proyecto incorpora normas de información y transparencia para toda apelación general al ahorro del público, que evitará en el futuro —eso es lo deseable— traumas y sorpresas inconvenientes en la colocación del ahorro familiar.

5. *La consideración de fórmulas singulares para facilitar la financiación especializada en ciertos tipos de empresas y actividades.*

Citaría en este terreno dos caminos de innovación de indudable interés: la financiación de las pequeñas y medianas empresas y la de la vivienda y, en general, de la actividad de la construcción.

En el primer terreno, el sistema financiero español ha incorporado, aún de forma incipiente a nivel cuantitativo, la figura de la Sociedad de Garantía Recíproca, ideada como un medio experimentado en otros países de conseguir, mediante un sistema de avales de carácter mutualista, reducir las discriminaciones en el acceso al crédito para las PYMES, nacidas precisamente por razones inherentes a su dimensión y asociadas, de una parte, a las menores garantías que una empresa mediana o pequeña puede ofrecer —en relación a la grande— y en la práctica imposibilidad de acudir a otros caminos alternativos de financiación, tales como el mercado de valores o el crédito exterior.

La posterior aparición de la Sociedad Mixta de Segundo Aval, como instrumento diseñado para administrar un segundo aval parcial del Estado a las operaciones crediticias de las PYMES, cierra este nuevo marco institucional sobre el que la experiencia dirá de su utilidad para facilitar la financiación en este amplio sector empresarial de nuestro país.

Por otra parte, la Ley 2/1981, de 25 de marzo, cuya reglamentación ya ha sido remitida al Consejo de Estado para su dictamen preceptivo, abre también una línea novedosa e imaginativa para colaborar en la financiación de bienes susceptibles de hipoteca y, obviamente, en forma prioritaria, en la construcción de vivienda.

La nueva Ley incorpora novedades técnicas importantes, tanto institucionales, con la aparición de las Sociedades de Crédito Hipotecario, nuevo intermediario financiero especializa-

CUADRO N.° 1

VARIACIONES EN % SOBRE EL AÑO ANTERIOR

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980 (*)
BENEFICIO EXPLOTACION/VENTAS.	0,18	−1,29	−1,04	−0,92	−0,32	−2,05	+0,21	2,60
Materias primas/ventas	1,08	2,12	−0,54	−1,63	4,34	−3,07	1,62	−1,11
Trabajos, suministros y servicios/ventas.	−0,28	−0,65	−0,11	−0,53	−2,90	2,53	−1,42	−0,17
Gastos de personal/ventas	−0,33	0,21	0,97	2,88	−0,07	1,33	−0,57	0,11
Gastos financieros/ventas	−0,10	0,24	0,63	0,15	−0,28	1,03	0,18	0,24
Amortizaciones	−0,55	−0,63	0,09	0,04	−0,77	0,21	−0,02	−1,65

(*) Previsión.

do, como de nuevos activos financieros: las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, que constituyen una fórmula novedosa de permitir a las instituciones financieras obtener una liquidez necesaria a partir de la cartera de créditos hipotecarios, que colaborará a una mayor movilidad de los fondos eludiendo las dificultades que actualmente se oponen a la existencia de un vigoroso mercado secundario de hipotecas.

Este conjunto de novedades, que han sido sumariamente descritas en las páginas anteriores, son aspectos vitales de la reforma del sistema financiero y sobre cuyo análisis detallado incide el núcleo fundamental de las restantes colaboraciones contenidas en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

III. LA REFORMA FINANCIERA Y LA SITUACION DE LA ECONOMIA

El segundo ámbito de cuestiones, al que quisiera ahora referirme, es el derivado de las relaciones entre sistema económico real y sistema financiero.

Hay un hecho de partida: la difícil situación por la que atraviesan muchas empresas españolas. La cuestión básica que se plantea es la de saber si la reforma del sistema financiero ha constituido o no un elemento decisivo y negativo en la crisis empresarial.

Tal vez un punto de partida útil en esta discusión sea una exploración de la información disponible a través del último estudio de APD (1) y de los datos de la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial (2).

1. Evolución de los estados económico-financieros de la empresa española (APD, muestra de 215 empresas)

De los datos de la muestra estudiada se deduce que la proporción beneficio de explotación/ventas siguió una tendencia decreciente desde 1972 hasta 1978, con un descenso especialmente fuerte en este último año; en 1979 se dejó sentir una ligera recuperación, previéndose que ésta haya continuado, reforzándose notablemente en 1980. Son también datos significativos el aumento de los costes de materias primas (1974, 1977 y 1979), mano de obra (especialmente intenso en 1976 y con menor fuerza en 1978) y costes financieros (1975 y 1978-1980). En el cuadro n.° 1 figuran las variaciones (en puntos) anuales de los *ratios* más significativos. En dicho cuadro puede observarse que la mayor caída (−2,05) de la relación beneficio de explotación/ventas, durante el período que se está considerando, tuvo lugar en 1978, año en que, a pesar del descenso relativo de los costes de materias primas, se produjo un aumento de los restantes costes y de las amortizaciones. El mayor aumento tuvo lugar en la partida «trabajos, suministros y servicios exteriores» (2,53), seguido de los gastos de personal (1,33) y los gastos financieros (1,03). Obsérvese que en 1978, cuando los gastos financieros mostraron un mayor incremento, éste estuvo por debajo del experimentado por los gastos de personal y, sobre todo, por la partida antes mencionada de «trabajos, suministros

y servicios exteriores». Por otra parte, el máximo aumento de los gastos financieros en el período considerado (el que correspondió a 1978 como se ha señalado) resulta notablemente inferior a los máximos que alcanzaron los costes de materias primas (4,34 en 1977) o de personal (2,88 en 1976), según la fuente que se está manejando.

La tendencia decreciente del beneficio de explotación en 1974-1978 ha determinado una evolución del mismo signo del beneficio retenido y la consiguiente caída de la tasa anual de financiación, que ha pasado de 0,4776 en 1972 a 0,275 en 1979. Si se atiende, por otra parte, al peso relativo de las reservas dentro del pasivo, se observa una ligerísima tendencia decreciente de 1974 a 1977, seguida de una caída muy acusada en 1978 y una recuperación (sin llegar a los niveles de años anteriores) en 1979. Paralelamente, el peso relativo del capital desembolsado ha ido disminuyendo de una forma bastante marcada, especialmente en 1975 y 1979 (tras una recuperación en 1978), si bien en este último año el descenso de importancia relativa del capital desembolsado deriva, en parte, del fortísimo aumento de participación en el pasivo de la regularización del balance, que ha sesgado a la baja el peso específico de los restantes componentes. La regularización de activos ha producido un fuerte crecimiento aparente de los fondos propios. Cuando los valores de los recursos propios se depuran y se contempla únicamente la evolución del capital desembolsado más las reservas, su proporción del total pasivo pasa del 29,1 por 100 en 1972 al 25,9 en 1975 y al 21,8 en 1979.

2. Resultados del Ensayo de la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial (1977-79, muestra de 411 empresas)

En primer lugar, hay que señalar que las relaciones básicas de rentabilidad muestran una caída muy apreciable en 1978, recuperándose en 1979. La recuperación, notablemente fuerte, de 1979 obedece fundamentalmente a una marcada desaceleración de los costes totales, ocasionada por los descensos experimentados en las tasas de crecimiento de los costes salariales y de los costes intermedios.

Ello parece apoyar la hipótesis de que en 1979 se inicia un cambio estructural que, mediante un mayor crecimiento de la productividad del sistema y una mejor gestión empresarial, iba a permitir detener la caída de la participación del excedente bruto empresarial en el valor añadido. La evolución general comentada presenta divergencias muy acusadas por sectores, debiéndose de tener en cuenta que la composición de la muestra difiere bastante de la configuración sectorial de la economía española tomada en su conjunto.

Pasando a los aspectos que más directamente interesan aquí, hay que señalar que la autofinanciación en sentido estricto (amortizaciones más beneficio retenido) experimentó un ligero descenso en 1978 y un fuerte incremento en 1979, incremento que refleja exclusivamente la evolución registrada en las empresas grandes, que fueron las únicas que mejoraron sus tasas de financiación.

El alto nivel de *pay-out* (dividendo/beneficio neto disponible) de las empresas con beneficios, determinó, dada la evolución de la rentabilidad, que el beneficio retenido para el total de la muestra registrase valores negativos en los tres años analizados, lo que tiene como consecuencia la relativa descapitalización de las empresas, reflejada, a su vez, en la evolución del *ratio* de endeudamiento (recursos ajenos a medio y largo plazo/recursos propios) que se presenta en el cuadro n.º 2. Como puede observarse, las empresas pequeñas no resultan afectadas prácticamente por este proceso, siendo las empresas medianas las que han intensificado más su endeudamiento en los años analizados y las empresas grandes las que presentan unos

CUADRO N.º 2

EVOLUCION DEL RATIO DE ENDEUDAMIENTO

	1977	*1978*	*1979*
TOTAL	0,806	0,899	1,012
Empresas pequeñas (menos de 100 trabajadores)	0,284	0,291	0,296
Empresas medianas (entre 100 y 500 trabajadores)	0,555	0,652	0,747
Empresas grandes (más de 500 trabajadores).	0,832	0,925	1,044

ratios más altos, como consecuencia, en este último caso, de la alta ponderación muestral de las industrias de cabecera.

Los recursos ajenos a medio y largo plazo crecieron a un ritmo anual acumulativo del 17,8 por 100 en el período 1977-79, notablemente por encima del 5,1 por 100 registrado por los recursos propios y, como consecuencia, la participación de los primeros en el pasivo total aumentó en casi tres puntos. A nivel sectorial destaca el crecimiento de los capitales ajenos en construcción de vehículos automóviles y sus repuestos, construcción naval, cuero, calzado y vestido, electricidad, agua y gas y construcción de maquinaria y equipos mecánicos. En todos estos sectores la tasa anual de crecimiento de los recursos ajenos a medio y largo plazo superó el 25 por 100, lo que se explica en función de los procesos de expansión o reconversión que les afectan.

Las deudas a corto (proveedores, efectos a pagar, deudas a organismos públicos y créditos no comerciales) crecieron a una tasa anual del 20,2 por 100, muy superior a la registrada por las ventas (16,8 por 100), lo que sugiere que las empresas tuvieron problemas de liquidez en el período analizado, impresión que se confirma al constatar el fuerte crecimiento del realizable y la evolución negativa de la tesorería, que registró descensos importantes tanto en 1978 como en 1979.

Por lo que se refiere a los costes financieros, de la información disponible se deduce que durante el período 1977-79 crecieron a una tasa anual acumulativa del 26,7 por 100, superior en unos nueve puntos al crecimiento registrado por los capitales ajenos. Las tasas de crecimiento de los costes financieros, así como diversos *ratios* respecto a variables significativas , figuran en el cuadro n.º 3. En dicho cuadro puede observarse que tanto el aumento de los recursos ajenos como, sobre todo, de los costes de financiación afectaron mucho más a las empresas pequeñas y medianas que a las empresas grandes. Por otra parte, el crecimiento de los costes financieros ha variado mucho por sectores: en primer lugar, por la cuantía del aumento, figura la industria del cuero, calzado y vestido (tasa acumulativa anual del 64 por 100), seguido por la fabricación de productos metálicos (en torno al 44 por 100). Con tasas anuales superiores al 30 por 100 de crecimiento de los costes financieros figuran, por otra parte, numerosos sectores, dentro de los cuales se cuentan aquellos en los que los recursos ajenos aumentaron a tasas superiores al 25 por 100 en los años considerados.

Pasando a examinar los valores de los *ratios* puede apreciarse que, en relación con los recursos ajenos, los costes financieros han aumentado 1,5 puntos en total entre 1977 y 1979; algo inferior (1,2 puntos) es el aumento experimentado tanto por el *ratio* respecto al total de consumos como por el que toma como base las ventas. En cambio, la relación costes financieros/valor añadido de explotación presenta un incremento algo más acusado (1,9 puntos), situándose en 1979 en un nivel próximo al 20 por 100, porcentaje muy alto que, sin duda, está deter-

CUADRO N.º 3

COSTES FINANCIEROS

Evolución de los costes financieros (tasas de variación)

	1978	*1979*	*Media*
Muestra total:			
Recursos ajenos	18,20	17,41	17,80
Costes financieros	24,18	29,25	26,69
Empresas con menos de 500 trabajadores:			
Recursos ajenos	21,89	22,08	21,98
Costes financieros	34,85	48,28	41,42
Empresas con más de 500 trabajadores:			
Recursos ajenos	18,02	17,14	17,58
Costes financieros	23,42	27,79	25,59

RATIOS	*1977*	*1978*	*1979*
Costes financ/Recursos ajenos × 100	9,6	10,1	11,1
Costes financ/Total consumos × 100	7,7	7,9	8,9
Costes financ/Ventas × 100	6,8	7,2	8,0
Costes financ/Valor añadido expl. × 100	17,4	17,9	19,3
Costes financ/Resultado bruto de explot. × 100	40,7	46,0	47,8

minado por la alta proporción de industrias de cabecera en la muestra considerada. Por último, en relación con el resultado bruto de explotación, los costes financieros han pasado de representar un 40,7 por 100 en 1977 a un 47,8 por 100 en 1979, lo que también parece estar muy influido por la alta proporción de industrias de cabecera en la muestra.

3. Una aproximación crítica a la reforma del sistema financiero

Los datos anteriormente expuestos, y particularmente la relación entre la elevación de los costes financieros y la caída del excedente empresarial, han suscitado algunas posiciones críticas respecto a la reforma financiera.

Dichas posiciones afectan tanto al diagnóstico de la situación económica de base como a la forma en que las modificaciones del sistema financiero se han realizado. Prescindiendo de matices, las cinco proposiciones siguientes reflejarían, a mi juicio, adecuadamente este punto de vista:

1) La situación de crisis económica por la que atraviesan las empresas españolas, necesita una canalización de fondos abundante y barata.

La reforma financiera, en la medida en que ha reducido los coeficientes de inversión obligatoria de las Cajas de Ahorros y de los Bancos, ha tenido un impacto negativo sobre la situación financiera de las empresas, atizando más que reduciendo su difícil situación.

2) La liberalización de los tipos de interés ha originado una competencia entre instituciones financieras para captar recursos ajenos, de forma que ha presionado al alza en forma indebida sobre los tipos de interés pasivos, que las entidades financieras han transmitido a las empresas elevando los tipos activos de interés y, en consecuencia, los costes financieros de las empresas.

3) La liberalización de los tipos de interés, inicialmente inspirada en procurar una remuneración real y adecuada al ahorro, ha elevado los costes financieros pero no ha procurado un crecimiento del ahorro de la economía española.

4) La política restrictiva seguida por la autoridad monetaria ha sido una obvia dificultad para canalizar fondos con la necesaria abundancia a los sectores económicos en dificultades.

5) Se ha producido así la paradoja de un sector bancario con brillantes resultados en un período caracterizado por una situación crítica de la economía real. Aún más, los rendimientos de los activos financieros han ido adquiriendo, como consecuencia de la liberalización, unos niveles tan elevados, que legitiman una actitud de rechazo del empresario hacia la inversión real. En otros términos: el empresario, ante la alternativa de invertir con riesgo y continuar ejerciendo su discutido papel social en un contexto conflictivo, opta por destinar sus recursos, cómodamente, a la adquisición de activos financieros, con frecuencia más rentables y seguros.

En definitiva, en la vieja dialéctica entre capitalismo real y capitalismo financiero este último ha vencido sin lugar a dudas, colocando por efecto de la reforma —y su orientación competitiva— al sector real de la economía en una situación muy difícilmente sostenible.

4. Algunas reflexiones sobre la actitud crítica ante la reforma del sistema financiero

Cabe poca duda de que las proposiciones antes recogidas —cualquiera que sea su grado de veracidad— tienen una capacidad de atracción sobre todo para aquellos, empresarios o no, que se han visto afectados por las modificaciones introducidas en el sistema financiero. Las reflexiones siguientes, sin ningún afán dogmático, tienen por objeto introducir en el razonamiento algunos otros criterios, principios y esquemas interpretativos para poder enjuiciar con más propiedad el proceso de cambio reciente en nuestro sistema financiero.

1. *La dimensión de la reforma financiera*

Las posiciones críticas adoptan una visión de la reforma que en un sentido es más limitada y en otro más amplia que su alcance real.

En efecto, parece existir una cierta propensión a identificar reforma financiera con liberalización, cuando no elevación, de los tipos de interés. Más allá de este aspecto, sin duda importante, creo que en las páginas anteriores se han expuesto otros ámbitos de innovación, clarificación y transparencia que constituyen directamente aportaciones positivas a la estructura de la financiación de la economía española.

Sin perjuicio de esa visión limitada, otros argumentos críti-

cos parecen asignar a la liberalización de los tipos de interés un alcance y una amplitud que la simple inspección de la realidad no parece confirmar. Existe un acuerdo bastante generalizado en que la mayor libertad en ese concreto terreno ha venido, en buena parte, a reconocer una realidad de hecho existente con anterioridad, aunque fuesen prácticas prohibidas por la normativa vigente.

2. *Financiación, inversión, empleo*

La defensa de una canalización amplia de fondos, a bajo coste, como medio de financiar inversión —indiscriminadamente— y generar empleo, es en buena medida un argumento falaz.

Ni toda inversión es creadora de empleo, ni toda inversión, desde el punto de vista de la racionalidad económica o social, merece financiación.

Si se analiza en profundidad la situación de crisis de nuestra economía y, en general, la del conjunto de los países industrializados, se deduce de forma incuestionable la necesidad de efectuar ajustes en profundidad que acomoden la estructura productiva a los parámetros impuestos por las nuevas condiciones económicas a nivel mundial. Dichos ajustes, dirigidos a mejorar la asignación de los recursos existentes, requieren, en la mayoría de los casos, dar un mayor juego a las fuerzas del mercado, y de ahí la razón última de una política económica de corte liberalizador a nivel general. Dicha política no viene apoyada sólo en razonamientos abstractos sino en la experiencia comparada, que muestra que los países que están obteniendo mejores resultados en su lucha contra la crisis son aquellos que, como Japón, Alemania y, en menor medida, Estados Unidos, ajustaron sus economías a esos nuevos parámetros. Por el contrario, en los casos en que se ha tomado como un dato la estructura productiva existente, protegiéndola mediante una red de intervenciones en apoyo de la misma, el resultado ha sido invariablemente tropezar con la imposibilidad de seguir durante mucho tiempo por el mismo camino ante la magnitud de los desequilibrios que se generan. En este sentido, la propia experiencia de nuestro país, y las del Reino Unido, Italia y, en menor medida, Francia, proporcionan ejemplos clarificadores de una estrategia equivocada a la que se intenta poner remedio en los últimos años.

La reforma del sistema financiero se inserta como parte de una política general de corte liberalizador tendente al ajuste de la estructura productiva, parte importante, además, dado el papel clave del sistema financiero respecto a la asignación de recursos. Por ello, en los casos en que el sistema financiero se encontraba estructurado de acuerdo con criterios predominantemente intervencionistas, se ha tendido a dar un mayor juego a las fuerzas del mercado.

En este sentido, conviene tener presente que el capital es un recurso escaso y en consecuencia, en un marco de libertad y de mercado, su coste es elevado. Pero no atribuir al capital su coste real tiene como efecto inmediato el perpetuar unas estructuras sin ninguna viabilidad frente al futuro, prolongando una situación que se ha hecho más difícil precisamente por no abordar con decisión los problemas en los momentos iniciales de la crisis.

3. *Un esquema interpretativo de la realidad*

Desde mi punto de vista, los hechos sobre la situación económica empresarial, que fueron expuestos con anterioridad, permiten una explicación distinta de la realidad económica con mayor capacidad explicativa.

Dicha interpretación podría reflejarse en la siguiente secuencia:

a) El punto de partida de la crisis empresarial es doble y se sitúa, a mi juicio, de una parte, en el crecimiento de los costes energéticos y de materias primas, que han reducido en los últimos años la renta real y la demanda en todos los países que, como España, tienen una fuerte dependencia del exterior en el suministro de productos energéticos. El otro factor esencial en la explicación de todo el proceso es la elevación de los costes salariales que han debido soportar las empresas españolas en los últimos años.

b) Ese doble punto de partida tiene dos consecuencias inmediatas. La primera es la aparición de fuertes tensiones inflacionistas, para cuyo control, dado el fracaso de instrumentar una política salarial y de rentas adecuada, se ha hecho precisa una política monetaria rigurosa de acotamiento en el crecimiento de la masa monetaria.

La segunda es el deterioro del excedente empresarial, tanto el realmente obtenido como las expectativas de beneficio a corto plazo.

c) El deterioro del excedente empresarial ha conducido a

una menor capitalización de las empresas, en el doble sentido de menores aportaciones de capital como de una menor autofinanciación por la vía de menores beneficios.

d) Correlativamente se ha producido una elevación en la relación del endeudamiento a los recursos propios. Un crecimiento protagonizado por el crédito bancario, frente al mercado de emisiones. Un mercado en el que debe reconocerse que la empresa privada nunca ha tenido una presencia muy vigorosa dada su tradicional resistencia a cuidar el mercado secundario.

Ese endeudamiento adicional de las empresas se ha producido en la zona de apalancamiento negativo.

No es extraño que en estas circunstancias la rentabilidad de los activos financieros esté por encima de la obtenida por la gestión empresarial. Es obvio, sin embargo, que una situación de este tipo es transitoria porque la remuneración de los activos financieros está en íntima relación con la rentabilidad real de las actividades a que éstos financian. Ni las entidades financieras, ni las empresas pueden pagar prolongadamente una remuneración a los recursos ajenos que esté por encima de la rentabilidad que esperan obtener de la colocación o inversión de tales fondos.

e) De otra parte, la política monetaria rigurosa diseñada para evitar atizar el fuego de las tensiones inflacionistas, ha debido contar con un déficit público importante cuantitativa y cualitativamente, que aún ha restado más medios de financiación a la empresa privada.

f) La elevación de los costes financieros de las empresas es, pues, una resultante tanto del mayor grado de endeudamiento empresarial como de una política monetaria precisa para evitar los efectos inflacionistas del crecimiento excepcional de elementos básicos de los costes empresariales (primeras materias y costes salariales) y del déficit público.

Un panorama sobre el que en los últimos tiempos ha venido a introducirse otro factor adicional importante: la elevación de los tipos de interés en los mercados financieros internacionales.

A mi juicio, el posible efecto sobre los tipos de interés de la criticada competencia entre entidades de depósitos, no ha debido ser especialmente intenso, en la medida en la que, como antes se dijo, la liberalización de intereses, para un amplio segmento de los recursos ajenos, se habría producido de hecho antes de su consagración a nivel normativo.

4. *La retribución de los pasivos y la generación de ahorro*

Un punto clave en el que los críticos de la reforma del sistema financiero insisten, es en el escaso éxito de la liberalización de intereses como medio de estimular el ahorro familiar.

No creo que en ningún momento nadie haya esperado resultados milagrosos de la liberalización de los tipos de interés sobre el ahorro. Todo el mundo es consciente de que el nivel de renta disponible, su crecimiento y su distribución, son factores de primera magnitud para explicar, más allá del tipo de interés, el comportamiento del ahorro familiar.

La tendencia decreciente del ahorro de las familias constituye el reverso del aumento de la proporción relativa que supone el consumo: esto es, del aumento de la propensión media al consumo. Como es lógico, la simple desaceleración del crecimiento real de la economía tenía que conducir a este resultado, en la medida en que no cabe esperar una adaptación plena del ritmo de crecimiento del consumo, particularmente tras varios años de crecimiento rápido de ambas magnitudes. Ahora bien, esta inercia no basta para explicar la persistencia del fenómeno a lo largo de varios años. A ésta han contribuido, además, la redistribución de la renta hacia las rentas de trabajo, la redistribución, a través del seguro de desempleo y de las mejoras del sistema de pensiones, hacia unidades familiares con bajo nivel de renta y la elevación de los precios energéticos, unida a la inelasticidad del consumo de energía.

El conjunto de factores que acaban de enumerarse como favorecedores de una disminución de la propensión al ahorro por parte de las familias en escasa medida podrían ser compensados por la elevación de los tipos pasivos de interés. Ciertamente, uno de los objetivos de la reforma del sistema financiero era posibilitar una mejor remuneración al ahorro que sirviera para estimular éste. Ahora bien, no conviene olvidar que la remuneración no es el único factor, ni el más importante, en la determinación del ahorro de las familias; en este sentido, la evolución de la renta y el conjunto de factores mencionados más arriba como favorecedores de un aumento del consumo pesan, sin duda, mucho más. A

ello hay que añadir que la elevación de los tipos pasivos a partir de 1978 ha sido menos marcada que lo que la observación de los niveles de los mismos puede hacer pensar, habida cuenta de la existencia, en años anteriores, del fenómeno ya reiterado de los extratipos; por otra parte, dados los niveles de inflación, existe una fuerte presencia en favor de la tesis de que los tipos de interés reales hayan seguido siendo negativos, aunque cada vez en menor medida. En definitiva, lo más que podía esperarse a corto plazo de una remuneración del ahorro más realista, dado el conjunto de condicionantes existentes, era el de frenar, en alguna medida, el descenso propiciado por el resto de los factores, extremo éste que no es posible contrastar sin una simulación fiable de los resultados a que se habría llegado en ausencia de la liberalización de los tipos, pero sobre el que existen fuertes indicios de una actuación favorable.

IV. ALGUNAS CONCLUSIONES

El breve repaso de conjunto sobre algunos aspectos de la reforma del sistema financiero, permite derivar algunas conclusiones útiles de cara al futuro.

La *primera* es el reconocimiento de que cualquiera que sea la valoración de la reforma, el espíritu de innovación que la misma ha generado, en ocasiones incluso más allá de las puras normas legales, ha aportado novedades tecnológicas en el proceso de financiación de la economía española que son de interés por sí mismas y suponen, en todo caso, un avance en la modernización del comportamiento financiero y un acercamiento en el necesario ajuste dinámico entre la evolución del sistema financiero y economía real.

Destacaría en *segundo* lugar que las modificaciones introducidas en el sistema no han constituido, desde el punto de vista de una filosofía propia de una economía de mercado, un elemento negativo o retardatario de una recuperación sólida y estable de la economía real. En realidad, la única acusación solvente que puede hacerse en este terreno al sistema financiero es la de haberse negado a amparar la tenacidad de ciertas empresas y proyectos a sobrevivir a pesar de carecer de una racionalidad económica que lo justifique desde el punto de vista de su rentabilidad económica y social.

La reforma del sistema financiero debe por ello continuar. Como tantas veces se ha insistido, a los problemas que a corto plazo puede tener la mayor libertad en el funcionamiento de las instituciones financieras, sólo es posible responder con mayores dosis de libertad y de responsabilidad.

Una *tercera consideración* es la necesaria perseverancia de la lucha en los diferentes frentes que auténticamente condicionan el desarrollo futuro de la economía, sin caer en espejismos engañosos.

La continuidad en la moderación de la inflación, en reducir el déficit público, en moderar los incrementos de los costes salariales y en la búsqueda de actividades empresariales adecuadas a nuestras posibilidades y adecuadas a las nuevas coordenadas energéticas, tecnológicas y de mercados internacionales, se revelan como puntos básicos a solventar en el fututo inmediato. Son problemas difíciles que exigen imaginación y voluntad colectiva de solución.

Destaquemos en *cuarto* y último lugar, que con frecuencia por debajo de las críticas al proceso de reforma del sistema financiero, inspirado en el mercado y en la libertad, no late tanto una divergencia de carácter técnico como una postura ideológica distinta.

Si se piensa que lo conveniente para la economía es la socialización del crédito de las instituciones que lo conceden, es obvio que una reforma destinada a nutrir más el tejido de las instituciones y a darles un mayor margen de libertad es una contradicción.

En mi opinión, esa opción ideológica es legítima pero debe plantearse con toda claridad, sin disfrazar su objetivo final con argumentaciones pretendidamente objetivas en términos de racionalidad económica.

NOTAS

(1) A. CUERVO y P. RIVERO, *Examen económico-financiero de la empresa española,* (cuarto análisis) (APD, Madrid, 1981).

(2) Ensayo de la Central de Balances del Banco de Crédito Industrial 1977-79, Madrid, 1981.

FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL

En este trabajo, **Raimundo Poveda Anadón** hace una descripción de la evolución, durante las dos últimas décadas, de los modos de funcionamiento del mercado financiero español, con especial énfasis en el sistema crediticio. Tras describir las severas limitaciones y condicionamientos legales que existían a finales de los años cincuenta, y sus repercusiones sobre la actuación de Bancos y Cajas de Ahorros, estudia la reforma de 1962, que sustituyó el corporativismo precedente por un intervencionismo ilustrado, en el que seguían teniendo escaso juego los mecanismos típicos del mercado. Los fallos de aquella política dieron lugar, a lo largo de los años setenta, a una larga y difusa serie de medidas legales y de cambios de actitud que, en conjunto, equivalen a una profunda reforma liberalizadora, implicando cambios muy importantes en la organización, gestión y funcionamiento de las entidades de crédito, y de los mercados financieros españoles, homologables ahora con los de los países occidentales en sus aspectos fundamentales.

INTRODUCCION

EL análisis y la crítica de las intervenciones públicas en los canales financieros requiere un previo conocimiento de cómo funciona en realidad el conjunto del sistema, incluidos los circuitos llamados libres más por contraste que por mérito intrínseco. No se trata de comparar esas intervenciones, sin perdonarles sus potenciales errores de criterio y sus necesarias dificultades prácticas, con los resultados teóricos de un mercado perfecto e ideal que no existe. Si esos fuesen los términos de la discusión, la conclusión sería, más que fácil, obvia. La comparación se ha de hacer con el mercado no intervenido directamente, pero sí distorsionado por toda clase de imperfecciones, trabas y limitaciones con que nos tropezamos en la realidad.

Se trata aquí, pues, de presentar un cuadro de los rasgos básicos de funcionamiento del mercado financiero español. Tarea no fácil, por la amplitud del tema y porque el mercado financiero está en fase de fuerte evolución. En cada una de las dos últimas décadas se han producido sendas oleadas de cambios institucionales que pretendían alterar sus mecanismos, y la estructura toda del sistema, en direcciones en gran medida opuestas. La ola de los años sesenta fue, a grandes rasgos, intervencionista. La ola de los setenta ha consistido, por el contrario, en una serie de esfuerzos liberalizadores de importancia considerable, que son condición necesaria, o tal vez suficiente, para crear un mecanismo de mercado razonablemente libre y no más distorsionado que el que pueda presentar cualquier país occidental típico. Ya se han iniciado procesos de transformación de las reglas de comportamiento de las entidades de crédito, y de los mercados financieros en general, en esa dirección.

CONDICIONAMIENTOS ANTERIORES

Hasta el final de la década de los años sesenta el mercado financiero español se estructuró sobre los datos siguientes:

a) Una política monetaria esencialmente permisiva.

b) Un control general de tipos de interés activos y pasivos de las entidades de crédito, diseñado para crear márgenes de intermediación muy amplios.

c) Un severo encorsetamiento institucional en materia de creación o de expansión geográfica de las entidades de crédito.

d) Una larga tradición de Banca mixta, del tipo continental, habituada a prestar (y monopolizar) toda clase de servicios bancarios, financieros o bursátiles.

e) Un riguroso control de cambios, sobre todo en materia financiera, traducido en un «espléndido aislamiento» del mercado de capitales.

f) Una bolsa de valores limitada, en la que sólo funcionaba el mercado de acciones y éste, principalmente, por impulsos especulativos.

Los planteamientos de la política monetaria tuvieron consecuencias bancarias y financieras muy graves sobre el funcionamiento del mercado. Hasta fines de los años cincuenta, y luego durante largos intervalos de la década siguiente, no hubo, en realidad, política monetaria. El Banco de España se limitaba a actuar como generador pasivo o involuntario de liquidez para el sistema bancario. El Tesoro, para cubrir sus déficits y el de los organismos y empresas públicas, optaba por la vía fácil del recurso al Banco emisor, o por la apenas menos difícil de la colocación forzada, en la Banca privada, de deudas emitidas con el privilegio *de facto* de ser pignorables en el Banco emisor a tipos muy bajos. Esta segunda opción era, en cierto modo, peor que el recurso directo al Banco, al dejar en el mercado, de modo permanente, una masa de liquidez primaria incontrolada. El fomento de los circuitos privilegiados, en los años sesenta, se hizo con una técnica que era la extensión natural de estas prácticas: el redescuento automático.

La deuda automáticamente pignorable implicaba dos consecuencias devastadoras para el buen funcionamiento del mercado financiero. Por un lado, privaba a la Bolsa de un instrumento básico para la diversificación de las inversiones del público general, como es la deuda pública en emisión libre, y al mercado monetario de lo que, en muchos casos, ha sido la causa de su existencia, como es la deuda pública a corto plazo. Por otro lado, forzaba al Banco de España a crear toda la base monetaria que pudiera necesitar la economía. El sistema bancario no sufrió tensiones de tesorería reseñables, ni la economía restricciones monetarias y crediticias, hasta 1970, si se eliminan unas fases breves que deben catalogarse como acontecimientos singulares. Tan singulares que la Banca no tuvo que desarrollar una gestión de tesorería digna de tal nombre, ni un mercado monetario interbancario mínimamente estructurado, ni los mecanismos organizativos de conexión entre ellos, su política de captación de pasivo ordinario, y su política de inversión. Episodios tales como el Plan de Estabilización de 1959, o los apretones crediticios de 1964 y 1966 eran *crisis* que la Banca capeaba con restricciones elementales del crédito, mantenidas mientras entendía que tal era el deseo de las autoridades.

Los tipos de interés estaban sometidos a un complejo control institucional que hacía difícil cualquier modificación (1). Los tipos pasivos estaban sujetos por topes máximos (2), situados a niveles tan bajos que en la práctica los Bancos tenían que pegar mecánicamente sus tipos efectivos a los techos oficiales: considérese que entre 1938 y 1964 el interés máximo que los Bancos pudieron abonar legalmente a sus depositantes fue el 3 por 100 (por dinero a un año). También los tipos activos presentaban límites legales, pero en este caso se trataba de topes mínimos. Esa combinación de tipos legales pasivos máximos y activos mínimos reflejaba una ideología corporativista tendente a defender al colectivo bancario frente a posibles guerras oligopolísticas, pero también frente a la simple y sana competencia. Los tipos interbancarios estaban asimismo regulados, aunque en este caso la libertad empezó a apuntar a mediados de los sesenta (3). El control de los tipos, esto es, la política de tipos bajos, se extendía a los valores de renta fija, tanto públicos como privados (4).

De las limitaciones institucionales al libre desenvolvimiento orgánico de las entidades de crédito, conocidas en la jerga bancaria como el *statu quo,* baste recordar que la creación de nuevas entidades, la entrada de Bancos extranjeros, y la apertura de nuevas oficinas estaban sometidas a previa autorización administrativa. Y que el Gobierno, durante las tres décadas siguientes a la terminación de la guerra civil, no permitió el asentamiento de ningún Banco extranjero; prácticamente no autorizó la creación de Bancos nacionales, si se excluye un breve período de tres años a raíz de la reforma financiera de 1962 (aunque sí la de algunas Cajas de Ahorros de origen público); y concedió la apertura de oficinas bancarias con gran parsimonia, de modo que la red bancaria creció a tasas claramente inferiores a la del resto de la economía (y en esto las Cajas de Ahorros también se movieron con mayor libertad hasta fines de los cincuenta, cuando pasaron de la tutela del Ministerio de Trabajo a la del de Hacienda).

Con tal conjunto de trabas y limitaciones, el desarrollo de las entidades de depósito apenas hubiera sido posible a no ser por el hecho de que el público no contaba con alternativas financieras hacia las que dirigir sus fondos.

Los mercados de capitales exteriores estaban rigurosamente vedados para los colocadores españoles de fondos; en la época de la penuria de divisas, el

Estado alentó una ética contraria a la salida de capitales, apoyada por una legislación represiva mucho más severa, por ejemplo, que la legislación fiscal. Tampoco eran accesibles esos mercados para los demandantes de fondos, salvo a través de las pesadas mallas del control de cambios, que exigió la autorización caso por caso hasta los años sesenta.

Y no había mercados financieros internos organizados dignos de mención fuera del de depósitos, monopolizado legalmente por los Bancos y las Cajas de Ahorros, y fuera del mercado de acciones. Faltaban un mercado de renta fija, pública o privada, un mercado hipotecario, o un mercado secundario de letras y aceptaciones, pese al uso y abuso de este instrumento crediticio en España. Posiblemente la presencia de una Banca de tipo universal o mixto, fuertemente vinculada hasta los años sesenta con la mayoría de las grandes empresas del país, sea razón suficiente, junto con la pereza o comodidad del sector público, para explicar la inexistencia del mercado de renta fija. La ausencia de entidades financieras secundarias o auxiliares independientes, especializadas en otros instrumentos o mercados, se explica por las trabas legales o administrativas que éstas (por ejemplo, las financieras de ventas a plazo o de viviendas) encontraban, y encuentran, para crearse una base de fondos propia, distinta del crédito bancario.

Una concepción arcaica de los agentes de Bolsa, concebidos más como notarios mercantiles que como intermediarios financieros, dificultando o imposibilitando su transformación en empresas de servicios bursátiles, inhibió las iniciativas internas del mercado de valores para crear su propia red de contacto con el público, su propio sistema independiente de asesoramiento, o sus propios mecanismos autónomos de custodia y gestión de carteras. Para todo eso la Bolsa se echó en brazos de la Banca que, de este modo, ocupó una posición central en la prestación de cualquier clase de servicio bursátil y en el funcionamiento del mercado de valores.

En resumen, un complejo de trabas legales y de actitudes institucionales hacía que no hubiera nada entre la inversión directa en negocios o inmuebles de una parte, y los depósitos bancarios de otra (salvo una lista breve de acciones, en las que se invertía por motivos esencialmente especulativos), para quienes tuvieran capitales que colocar. Y muy poco entre el crédito bancario y la autofinanciación, para quienes los buscasen.

FUNCIONAMIENTO DE LAS ENTIDADES DE CREDITO HASTA LOS SESENTA

En tales condiciones, el negocio de las entidades de crédito tenía que ser fácil y los márgenes de intermediación y de beneficio, holgados, sin grandes esfuerzos técnicos. Considérese además que el auge ininterrumpido de la economía durante la mayor parte de los años cincuenta y sesenta reducía el riesgo del crédito a cotas mínimas, colaborando a esa destecnificación.

La política de pasivo de los Bancos consistía en dos cosas. En primer lugar, en abrir cuantas oficinas permitiese la autoridad, y donde ésta dijese (5). Una rentabilidad asegurada hacía superfluos los estudios de mercado y las proyecciones de rentabilidad de las nuevas oficinas. *Más* era lo único importante.

Y en segundo lugar, en infringir discretamente los topes de interés legales con lo que se ha dado en llamar extratipos. La captación de fondos dependía de la actividad personal de los directores de las oficinas en sus zonas, de su habilidad para seleccionar clientes de activo que pudieran luego generar pasivo, y de algún truco, tal como exigir la retención en cuenta corriente de parte de las financiaciones concedidas. Pero también estaban los extratipos. A la Banca llegaba mucho dinero privado con propósitos de inversión, que aspiraba a una remuneración más realista que la permitida por los topes legales y, a ser posible, sin perder su disponibilidad. Los saldos de cierta importancia, y con buena probabilidad de permanecer suficiente tiempo en depósito, veían satisfechas esas aspiraciones, con una selectividad administrada por los directores de las sucursales bancarias. La práctica, evidentemente, no era legal, pero sí general. La vida del Consejo Superior Bancario está punteada por innumerables intentos fallidos de frenar los extratipos. Un vicio endémico (si vicio es la palabra que debe emplear un economista de formación razonablemente liberal), compartido gustosamente, y sin escrúpulos que no vendrían al caso, por las dos partes interesadas en la intimidad de los despachos de dirección de los Bancos, no era erradicable, sal-

vo que a ello se dedicasen los esfuerzos de un ejército de inspectores, por entonces inexistente.

Dada la extensión de esas prácticas ilegales, el análisis de los instrumentos formales empleados en la captación de pasivo resultaría bastante irrelevante. Las cuentas corrientes a la vista albergaban mucho dinero de inversión extratipado, mientras que el plazo de las imposiciones a plazo fijo no era necesariamente respetado. La permeabilidad de las fronteras legales que definen las distintas clases de depósitos se manifestará desde el final de la década de los sesenta, con trasvases violentos de fondos de una a otra modalidad en respuesta a pequeños cambios en los márgenes diferenciales de interés y/o a campañas de persecución de los extratipos.

La pregunta clave que cabría hacer en este punto es si la Banca, al comienzo de los sesenta, ofrecía al inversionista una gama suficiente de oportunidades de colocación de fondos, supliendo las carencias del resto del sistema financiero. Y la ambigua respuesta es que, legalmente, no podía y que por tanto no creó los instrumentos formales adecuados, dando una notoria impresión de pobreza técnica. Pero que, por la puerta de atrás, y sin duda de un modo imperfecto o parcial, sí ofrecía bastante de lo que el público realmente requería en esta materia.

La política de inversión de los Bancos no era mejor que la de pasivo en sus instrumentos o en sus técnicas pero, como aquélla, cubría probablemente bastantes de las demandas de la economía.

En materia de instrumentos, el decimonónico efecto de comercio a noventa días era la técnica de crédito bancario básica, sea por una arraigada tradición mercantil, sea por sus garantías jurídicas, sea por viejas limitaciones en materia de plazo impuestas a los Bancos y que sólo a comienzos de los sesenta comenzaron a levantarse (6). Las letras de cambio no eran, desde luego, efectos negociables en un mercado independiente, ni tampoco un activo de auténtica liquidez. Su gran ventaja teórica para la Banca es la de ser autoliquidables, al estar adscritas a una operación mercantil concreta a corto plazo. En la práctica, sin embargo, los clientes bancarios, los libradores, operaban sobre líneas globales (clasificaciones) negociadas con el Banco, renovando continuamente su utilización con la remesa de nuevos efectos al vencimiento los anteriores, y saliendo al quite de las devoluciones de los librados o aceptantes, para no dañar sus clasificaciones bancarias. De este modo, el efecto de comercio a corto plazo, al perder su individualidad dentro de una masa en constante renovación, servía para financiar literalmente cualquier cosa, incluido el inmovilizado fijo, a cualquier plazo.

Cuando las autoridades se planteaban en los años sesenta el tema de la falta de financiación a largo plazo, en el fondo estaban atacando la falta de instrumentos adecuados para financiaciones de capital con toda seguridad ya existentes: el problema era la inseguridad, o la dependencia, que crea en el empresario la instrumentación de tales financiaciones en créditos a corto, cuya renovación pudiera interrumpirse alguna vez. Dependencia no unidireccional, pues los Bancos también encontrarían dificultades si pretendiesen ejercer su derecho a no renovar, dañando sus posibilidades finales de cobro. Contemplando el tema retrospectivamente, la inadecuación de los instrumentos financieros no parece haber constituido un serio obstáculo para el auge de la inversión privada.

Tampoco era sofisticada la política de inversión de los Bancos en cuanto a sus técnicas de análisis. No había un estudio serio de los balances y documentos contables de las empresas (¿quién creía en este país en la contabilidad, allá por los años cincuenta y sesenta?) ni, en general, de los proyectos o negocios financiados. Quizás en una fase de reconstrucción y luego de fuerte desarrollo generalizado, ese análisis era innecesario, pues casi todo era viable, al menos en el sentido de que las incertidumbres se situaban más allá del horizonte temporal hasta el que cabía hacer previsiones fundadas. Lo único que contaba como técnica de selección era, pues, la apreciación subjetiva por el banquero de la honestidad y solvencia personales del prestatario.

Por otra parte, estamos hablando de una Banca mixta, promotora y creadora de empresas industriales y de servicios. Los grandes Bancos mantenían fuertes vinculaciones con prácticamente todas las grandes empresas del país, a nivel personal y financiero. Esas vinculaciones podían ser un motivo de sofisticación de los instrumentos de crédito, impulsando el empleo de efectos financieros, cuentas de crédito o participaciones, pero no, evidentemente, de las técnicas de aná-

lisis: ningún «bancario» osaría investigar la economía de las empresas vinculadas.

Poco se sabe de las condiciones del crédito bancario hasta los años sesenta, aunque algo puede intuirse. La baratura global del pasivo, el hecho de que éste consistiese en una masa muy subdividida, típica de la Banca al por menor *(retail banking),* sin recursos buscados de modo específico para financiaciones concretas *(wholesale banking),* y la falta de técnicas objetivas de selección de activos, debió conducir a una política de tipos activos poco diferenciadora, con niveles nominales próximos seguramente a los mínimos legales. Las empresas vinculadas probablemente obtendrían esos mínimos (si no conseguían ventajas especiales que abaratasen aún más los créditos); los demás prestatarios soportarían un coste mayor, quizás no en forma de tipos nominales mayores, sino por la vía de las retenciones en cuenta (7). En cualquier caso, los Bancos no desarrollaron, o al menos nunca hicieron explícita, una estrategia de tipos activos con las oportunas diferenciaciones según plazos, finalidades, o niveles de riesgo.

Sin unos instrumentos de financiación técnicamente correctos, un análisis objetivo de los prestatarios potenciales, o una política racional de tipos activos, la selección de inversiones bancarias podía ser cualquier cosa, empezando por arbitraria. Sin embargo, no hay evidencia de que fuese necesariamente mala, o de que la economía sufriese estrangulamientos y distorsiones graves por culpa de una asignación inadecuada del crédito bancario. No era ese el reproche típico que se dirigía hace un par de décadas a la Banca. La excepción que confirma la regla sería la vieja acusación de que los Bancos descuidaban al campo (8); pero ese descuido, que empezaba por los propios agricultores, no era sino un índice de las diferencias de oportunidades entre ese y otros sectores: realmente la Banca hubiera incumplido su papel si no hubiera transferido ahorro de unos sectores (y regiones) a otros. Quizás los banqueros, como hombres de empresa que al mismo tiempo eran, tenían un buen conocimiento de las mejores oportunidades existentes, o los directores de oficina estaban personalmente bien informados de la calidad, de las actividades, y de las necesidades financieras, de sus clientes directos. Lo que hacía que el sistema asignase el dinero razonablemente. Cosa distinta es que de todo ello resultase una excesiva preeminencia de la Banca, o de los banqueros, sobre el resto de la economía, problema que sí fue abundantemente apuntado en los años sesenta (9).

Pasando a una tercera dimensión de la gestión bancaria, ya se ha mencionado en la sección precedente que la política monetaria, o la falta de ella, hizo innecesaria una gestión de tesorería moderna; y que, en consecuencia, tampoco existía un mercado interbancario, concebido como un mecanismo organizado (con sus intermediarios y sus instrumentos formales) dedicados al ajuste de posiciones financieras a corto plazo (10). La mayor parte de las entidades ni tenían un departamento de tesorería. Había, incluso, una actitud altanera de los grandes Bancos frente a la idea de la gestión de tesorería: pedir prestado a otros Bancos se hubiera tomado como una debilidad. Existían, no obstante, trasvases técnicos de fondos asociados al cobro de efectos (una discreta fuente supletoria de fondos para los grandes Bancos, cuyas mayores redes geográficas los convierten en cobradores naturales) y una permanente cesión de fondos de las Cajas de Ahorros a los Bancos, que, en cualquier caso, tampoco funcionaba según mecanismos de mercado.

Las reglas de comportamiento de las Cajas de Ahorros eran bastante distintas de las de los Bancos. En materia de pasivo, su objetivo también era el crecimiento. Pero sus armas eran diferentes, al tratar con una clientela en la que predominaban unidades familiares, de un estrato socioeconómico medio inferior al de las que frecuentaban los Bancos. Usaban, desde luego, el método de la aproximación al cliente mediante la apertura de sucursales; es de destacar que a principios de la década de los sesenta las Cajas de Ahorros tenían más oficinas que los Bancos (11) para un total de depósitos que era menos de la mitad que el de aquéllos. En cambio, no parece que emplearan la técnica de los extratipos, ni la búsqueda personal de clientela, al menos con la intensidad de los Bancos. Su éxito (en los años cincuenta y sesenta crecieron casi continuamente a tasas mayores que las de los Bancos) se debió a cinco factores: primero, el aumento de los niveles de renta de su principal clientela, que estaba accediendo en esa época a los primeros grados del ahorro financiero; segundo, su extensa red de sucursales: para la clientela al por menor la única ventaja de una

entidad bancaria sobre otra es su cercanía; tercero, su política de préstamos, que pronto consideraremos; cuarto, la imagen «social» de las Cajas, alimentada por su política de construcción de viviendas baratas y sus actuaciones en materia humanitaria, cultural o recreativa, y también su habitual identificación con una región o provincia; y, quinto, el señuelo constituido por sus rifas o sorteos entre los impositores: a los ahorros pequeños quizás les atraiga más el todo o nada de una lotería que el un poco del extratipo.

La política de inversiones de las Cajas de Ahorros era poco activa. Creadas originalmente para fomentar el ahorro popular y para evitar la usura urbana o rural (fin que cubrían con los montes de piedad, los pequeños préstamos personales, y el préstamo hipotecario), su principal objetivo no era «económico» sino, en cierto modo, político. De ahí una permanente indefinición y falta de criterio económico en materia de inversiones. Sus inevitables consecuencias fueron, una, que el Estado administrase gran parte de los recursos de las Cajas, obligándolas a invertir en fondos públicos y a financiar ciertas actividades sociales (vivienda, agricultura); y dos, que las Cajas, de *motu propio,* dejasen en los Bancos un volumen de saldos líquidos exagerados, en cuanto reserva secundaria de tesorería, para la clase de negocio que practicaban. La intervención del Estado viene tan de antiguo, y era tan extensa, que resulta difícil imaginar cuáles hubieran sido los criterios de una política autónoma de inversiones de las Cajas, fuera de sus préstamos antiusurarios, los cuales, naturalmente, sólo podrían ocupar una fracción de sus recursos. Posiblemente su populismo, los intereses de su principal clientela pasiva, y la afición por la seguridad de las colocaciones, las hubiesen llevado, aún sin el acicate público, al préstamo hipotecario, y de ese modo a la financiación de vivienda, cubriendo un hueco que *sí* dejaba el crédito bancario.

Por lo demás, la política de inversiones de las Cajas presentaba defectos formales similares a los de la Banca. El instrumento crediticio era, por sistema, el préstamo a medio o largo plazo, con plan de amortización fijo. El análisis técnico se limitaba al de la garantía prendaria o hipotecaria, centralizándose, junto con la decisión de prestar, en la oficina principal y en los órganos superiores de la entidad. Esta centralización de gestión no implicaba la redistribución geográfica de los fondos destinados a préstamos; pero como éstos no llegaban a significar, hace dos décadas, ni la cuarta parte de los recursos totales de las Cajas, y el resto se destinaba a fondos públicos o se cedía a Bancos, la relocalización de sus recursos totales resultaba, paradójicamente, mucho mayor que la de los Bancos. En cuanto a las condiciones del crédito, con toda probabilidad las Cajas se atuvieron siempre a los tipos de interés mínimos legales, con alguna clase de cola de espera, más que de selección subjetiva, para resolver excesos de demanda.

A pesar de ser grandes tomadoras de valores, las Cajas no tuvieron que desarrollar especiales habilidades bursátiles, por ser sus compras suscripciones forzosas de fondos públicos y, luego, de algunas obligaciones privadas aprobadas por la autoridad y asignadas a las Cajas individuales por los órganos corporativos del sistema.

Si el cuadro anterior describe adecuadamente el funcionamiento del mercado financiero español, digamos, a comienzo de la década de los sesenta, cabe preguntarse cuáles eran en aquel momento, las ventajas de un mercado llamado libre, en contraste con el mercado intervenido. Dicho de otro modo, puesto que el mercado libre era un mercado tan imperfecto, en el que el precio no jugaba el papel que le reserva la teoría, ¿no convendría, después de todo, un poco más de intervención?

De un mercado financiero libre se esperan varias cosas: que ofrezca una amplia gama de oportunidades de colocación de fondos, para atender a las preferencias de los diferentes inversionistas, y de formas de financiarse, para cubrir las necesidades de los diferentes usuarios de fondos; que genere márgenes de intermediación pequeños, por la competencia entre los intermediarios u operadores; y que produzca una buena selección de las actividades u operaciones finales financiadas. Los controles institucionales y de tipos de interés bloqueaban las innovaciones instrumentales, y propendían a crear márgenes de intermediación muy altos. Y la eficacia selectiva de un sistema bancario con fuertes vinculaciones industriales y consagrado al descuento de letras a corto plazo no podía darse por supuesta. Probablemente muchos de los defectos de funcionamiento del sistema eran de forma, y habían sido subsanados por la práctica, pero esta tesis

no hubiese sido compartida por muchos observadores hace veinte años. En cualquier caso, los portillos por los que se introducían las fuerzas reales del mercado (los extratipos, las retenciones, las renovaciones automáticas) tropezaban con la ética oficial.

Ante un mercado supuestamente tan defectuoso las autoridades financieras podían marchar por dos rumbos diferentes. Uno sería perfeccionar la intervención. Otro, perfeccionar el mercado. Ambos caminos se adoptaron, sucesivamente.

REFORMAS Y CAMBIOS DE LOS AÑOS SESENTA

La primera solución alentó la reforma financiera de 1962, obra del Ministro de Hacienda don Mariano Navarro Rubio, apoyada, desde luego, en una larga tradición intervencionista. Sus características esenciales fueron el mantenimiento del control de tipos de interés, sin modificación de sus niveles (12), el reforzamiento de los circuitos privilegiados de financiación, y la adopción de medidas tendentes a incrementar la financiación a medio y largo plazo, dentro o fuera de los circuitos privilegiados.

En materia de tipos de interés no sólo se mantuvo el control, sino que hubo un cambio de actitud que significaba una nueva retirada respecto del mercado. El esquema corporativista anterior (activos mínimos, pasivos máximos) era tan abusivo en principio, que la autoridad propendió, primero, a considerar los tipos activos legales como únicos, para terminar, al cierre de la década, dándoles carácter de máximos (13).

En materia de circuitos privilegiados, se asistió en la reforma, y en los años inmediatamente siguientes, a una reorganización de la Banca oficial, con crecimiento relativo de sus actividades; a la apertura de líneas de redescuento especial en el Banco de España para los créditos bancarios a la exportación, y a la venta de bienes de equipo y buques en el mercado interior; y a la creación de unos coeficientes de inversión obligatorios para las Cajas que marcaban el destino del 80 por 100 de sus recursos, a favor de la financiación de viviendas, pequeños préstamos a la agricultura y la industria, y la suscripción de emisiones de renta fija. Si a principios de la década de los sesenta los circuitos privilegiados representaban el 35 por 100 de los recursos totales del sistema crediticio, una década después el porcentaje había subido a más del 45 por 100. Entre 1965 y 1969 cerca de un 60 por 100 de los nuevos fondos canalizados por el sistema era dirigido en su utilización final por las diferentes intervenciones de la autoridad financiera (14).

El objetivo principal de la autoridad en esas actuaciones era crear o asegurar la disponibilidad de fondos para las actividades o sectores favorecidos. Sin duda las operaciones incorporaban un elemento de subvención implícita, y de distorsión económica, al hacerse a tipos obligatorios inferiores a los de las operaciones libres; pero esta dimensión «precio» no era tan decisiva entonces, ya que la distancia entre los tipos de las operaciones libres y especiales no era excesiva; ha ganado relevancia en la década de los setenta, a medida que los tipos de las operaciones «libres» se han ido liberando, mientras que los de gran parte de las operaciones de coeficiente han quedado relativamente congelados (15).

Al mismo tiempo, se procuró estimular la financiación explícitamente instrumentada a largo plazo. Ello se buscó por tres vías. Una, permisiva: concediendo a los Bancos una autorización genérica para financiar hasta a dieciocho meses, en lugar de los habituales tres meses; las financiaciones a mayor plazo aún requerían autorización específica, que se concedió con creciente facilidad (16). Las otras dos, más agresivas. Por un lado, los circuitos privilegiados incluían entre sus operaciones computables muchas que, por su naturaleza, eran a medio y largo plazo. Por otro lado se creó una categoría especial de Bancos dedicada a la promoción de empresas y su financiación de capital: los Bancos industriales y de negocios. Había tras esto una idea especializadora «ortodoxa»: la Banca comercial ha de ser comercial, y la promoción de empresas no es cosa suya (17). Pero, al mismo tiempo, se trataba de que los nuevos Bancos financiasen a largo plazo, y para ello se les dotó de recursos especiales.

Esta es la principal novedad de los años sesenta en materia de pasivo: la autorización a los Bancos industriales para emitir depósitos a dos o más años y bonos de caja (de cinco a diez años). Novedad alicortada por los tipos de interés que se asignaron a esos instrumentos: 4 por 100 a los primeros y un punto más a los segundos. Como es de suponer, los inventos no prosperaron: el público siguió

prefiriendo sus cuentas corrientes extratipadas, y a fin de 1968 (cuatro años después de su introducción, y antes de las reformas que luego veremos) ambos instrumentos sólo representaban el 2 por 100 del total de depósitos. Ese fracaso movió a las autoridades a estimular la emisión de bonos de caja concediéndoles la computabilidad en el coeficiente de inversión de las Cajas de Ahorros. Peligrosa solución: iba a hacer que durante siete u ocho años los Bancos industriales perdiesen todo interés por la difícil promoción pública de los bonos, limitándose a explotar ese mercado cautivo; inevitablemente, las autoridades acabaron suspendiendo (en 1974) tan injustificado trasvase de fondos, y los Bancos industriales han tenido que enfrentarse con un difícil problema de reestructuración de sus fuentes de pasivo.

Otra novedad oficial de los años sesenta fue la importación de los esquemas de ahorro finalista: unos planes de formación de depósitos aderezados con unos tipos de interés algo superiores a los del ahorro normal, y con la concesión de unos créditos automáticos, a la terminación del plan de ahorro, para la compra de viviendas, valores y barcos de pesca (18). Su éxito fue nulo en la Banca, y modesto en las Cajas, probablemente por culpa de la rigidez de los esquemas oficiales, que no supieron conectar con las realidades del mercado. Caerán en el olvido a lo largo de los años setenta.

En materia de títulos valores tampoco hubo novedades importantes y duraderas. Los bonos de caja no son un instrumento realmente bursátil, aunque formalmente aparezcan como tal, ni siquiera cuando se colocan entre el público general, al ser el Banco emisor quien asegura, y efectúa las más de las veces, directa o indirectamente, su recompra a los bonistas que quieren liquidarlos, recompra que suele hacerse a la par, e incluso con el interés corrido. Las diferencias entre depósitos y bonos son mínimas desde el punto de vista financiero.

El auge de las emisiones de títulos de renta fija públicos o privados de la segunda mitad de los años sesenta fue aún menos bursátil que el de los bonos. *Todas* se destinaron automáticamente a los coeficientes de inversión obligatorios de las entidades de crédito o, en menor medida, de las entidades aseguradoras; ninguna a algo que pueda llamarse legítimamente mercado. De hecho, esas emisiones eran préstamos privilegiados, instrumentados a efectos formales como títulos. Se enterraban en las carteras del ahorro institucional, no saliendo nunca de ellas hasta su amortización.

Descartados los bonos de caja y las obligaciones privadas, los otros intentos reseñables en materia bursátil fueron los fondos y sociedades de inversión mobiliaria (19). Las participaciones en los fondos, de capital variable, experimentaron un auge importante en la segunda mitad de los sesenta, alentadas por una fuerte onda expansiva de la Bolsa. El crecimiento, sin embargo, resultó frágil. El mercado era demasiado limitado en valores, y demasiado especulativo, para permitir sofisticaciones o tecnicismos en la gestión de las carteras. La administración, y sobre todo la promoción comercial de los fondos, fue demasiado cara. Las restricciones monetarias de 1969-70 produjeron, pese a los apoyos del Banco de España, una profunda y general crisis en estas entidades, de la que nunca se han recuperado: su historia, a partir de entonces, es una continua pérdida de partícipes y de capitales. Realmente, han desaparecido como elemento digno de considerar del mercado financiero. En los primeros años setenta el interés de quienes buscaban novedades bursátiles pasó a las sociedades de inversión mobiliaria, de capital cerrado. Con las restricciones monetarias de 1973-74 las sociedades siguieron el triste destino de los fondos.

En resumen, las novedades en materia de instrumentos de colocación generadas por la reforma de los años sesenta no alteraron en nada importante o duradero las técnicas de gestión del pasivo de las entidades de crédito, ni el funcionamiento de los mercados bancarios o bursátiles. Cosa que tampoco hicieron los primeros, y pasajeros, esfuerzos de la autoridad para incrementar la competencia bancaria, traducidos en la creación de algunos Bancos nuevos entre 1963 y 1965, en un aumento del número de nuevas oficinas bancarias autorizado anualmente, y en una cierta promoción oficial de los Bancos medianos y pequeños frente a los grandes (mediante algunas prioridades y ventajas en la adjudicación de oficinas). Ello no alteró sustancialmente las cuotas de mercado de los grandes Bancos, que se defendieron absorbiendo Bancos pequeños o medianos (20), o creando Bancos industriales, para participar indirectamente en el eventual mercado de los instrumentos pasivos reservados a

éstos (especialmente, en la colocación de bonos computables a las Cajas).

Aquellas reformas no fueron más estimulantes, desde el punto de vista técnico, para la política de inversión de las entidades de crédito que para su política de pasivo. En los créditos privilegiados éstas pierden iniciativa y capacidad de decisión. Su análisis de la operación tiende a ser formal, dedicado más a controlar que se cumplan los requisitos de computabilidad (un control complejo, pero irrelevante para los fines propios de la entidad prestamista) que a valorar la solvencia del deudor y su capacidad para amortizar el préstamo. Esa renuncia al análisis bancario de la operación es más acusada cuando la oferta forzosa de fondos es similar o superior a la demanda de préstamos especiales, lo que en fase de entusiasmo intervencionista suele suceder, pues tan pronto como hay demanda insatisfecha, se aumentan los circuitos privilegiados.

He ahí el cuadro de las medidas que afectaron durante los años sesenta a los mecanismos del mercado financiero, y sus consecuencias sobre el comportamiento del sistema crediticio. Era, en su intención, una política tendente a mejorar la asignación de los recursos, y pretendió, además, introducir elementos de diversificación en los instrumentos financieros. En esto último fracasó de entrada, porque los tipos de interés asignados eran insuficientes, o los esquemas eran poco atractivos por otras causas; o tuvo un éxito efímero, seguido de un fracaso definitivo; o provocó la construcción de estructuras mal asentadas, cuyo posterior desmontaje crearía su buena dosis de problemas.

En cuanto a la asignación de recursos, la política intervencionista no fue más afortunada. Los coeficientes de valores, nefastos para el desarrollo del mercado bursátil, degeneraron en injustificados mecanismos de trasvase entre entidades financieras, o de apoyo arbitrario a una lista, no larga, de entidades, públicas o privadas, cuyo principal mérito para disfrutar del privilegio era la influencia de sus directivos. El crédito oficial cometió errores muy sonados en sus financiaciones. El caso Matesa (1969) fue tan revelador de un problema general, que provocó un punto de inflexión en la evolución de los circuitos privilegiados. El problema era que el crédito oficial, falto de una gestión bancaria, o de unos criterios de actuación serios, era movido con planes mal concebidos o por intereses de grupo (siendo los Ministerios económicos, consejeros de los Bancos oficiales, la gran herramienta de influencia de los sectores a su cargo). Así el crédito oficial se convirtió, con el INI (otro beneficiario de los circuitos privilegiados), en refugio habitual para empresas e industrias en crisis, cuyas pérdidas se cubrían con créditos de dudosísima liquidabilidad, o en promotor de actividades, nuevas o renovadas, de planteamiento más político que económico, que les llevaría a su vez, antes o después, a la crisis. Del redescuento especial y de los coeficientes de crédito de las entidades crediticias privadas se discutió, además de su peso agobiante, el elemento implícito de subvención para los beneficiarios, los inevitables abusos por incumplimiento de las finalidades pretendidas, y las trabas que su instrumentación ponía a la de la política monetaria.

En resumen, el intervencionismo corporativista anterior no había sido mejorado por el intervencionismo ilustrado de los años sesenta. Frente a los excesos del *boom* de la financiación intervenida de la segunda mitad de los años sesenta, frente a las permanentes rigideces y arbitrismos del control institucional del sistema, o frente a las actuaciones monetarias puntuales y brutales que jalonaron la década 59-69, surgió una corriente de pensamiento económico que propugnaba, como verdadera solución de los problemas de funcionamiento del sistema financiero, la recuperación del juego normal de los mercados, con libre fijación del precio del dinero (21).

Esa idea contaba con dos apoyos concretos: una reacción interna del funcionariado, y una creciente oposición de las entidades de crédito privadas a los circuitos privilegiados. El funcionariado se sintió inquieto por las responsabilidades inherentes a la política intervencionista, para la que estaba mal preparado. No se olvide que la aplicación de criterios de racionalidad a la actuación económica pública es un problema complejo, donde los criterios teóricos son demasiado abstractos, y resultan confusos a la hora de la aplicación, y donde no hay una sabiduría convencional, o una ética comúnmente aceptada, de la que echar mano para defenderse de las alegrías de los políticos. Los funcionarios, con la resaca de Matesa, tuvieron pues su interesada reacción antiintervencionista. Y también fue interesada la actitud de las entidades de crédito. Las cuales pue-

den presentar una actitud ambigua o negativa frente a la competencia y los tipos de interés de mercado, pero reaccionan inmediatamente contra los circuitos que restringen su libertad de actuación.

Todo ello inició una fase de política financiera liberalizadora que, a diferencia de la anterior intervencionista, no se puede centrar claramente en un equipo humano o en una fecha concreta, sino que se produce de modo difuso a lo largo de toda la década. La longitud del proceso le resta coherencia y le somete a ocasionales retrocesos. La dirección general de las medidas de los años setenta es, sin embargo, clara: equivalen a una verdadera y profunda reforma liberal del sistema financiero, cuyas plenas consecuencias éste aún no ha terminado de extraer.

REFORMAS Y CAMBIOS DE LOS AÑOS SETENTA

A nuestros efectos, los cambios institucionales clave en esta reforma son los siguientes:

a) Una total revisión de los instrumentos y objetivos generales de la política monetaria.

b) Una progresiva adecuación de los tipos de interés a los niveles de mercado, y finalmente una liberalización casi total.

c) La apertura de los Bancos a los mercados financieros exteriores.

d) Una reducción de las trabas institucionales a la competencia.

Además las autoridades reducen el peso de los circuitos privilegiados en los primeros años de la década (1969-73), y lo congelan después; lo que no es poco en vista de la sucesión de crisis coyunturales y estructurales que luego hemos tenido, con sus correspondientes tentaciones intervencionistas (22).

La reforma de la política monetaria, bien documentada, es sobradamente conocida, por lo que bastará destacar los aspectos que influyen en el comportamiento y gestión de las entidades de crédito y de los mercados (23).

La idea de ejercer el control monetario indirectamente, a través del de los activos líquidos del sistema bancario, se empezó a aplicar en 1969, pero inicialmente de un modo muy discontinuo, en parte porque no siempre había objetivos monetarios, en parte porque las actuaciones instrumentales de la autoridad eran intermitentes y poco sistemáticas, alternándose depósitos previos a la importación, movimientos en las líneas de redescuento, emisiones de deuda, o el efecto inicial de los coeficientes de caja creados en 1970 y 1971 (24). Desde 1973 se trata, en cambio, de alcanzar permanentemente, y con las menores brusquedades posibles, unos objetivos de expansión monetaria (que ya no faltarán en ningún momento, se hagan públicos o no) mediante unos instrumentos de control de los activos líquidos específicamente diseñados para este fin, y no otro: los créditos de regulación monetaria del Banco de España al sistema crediticio (25) para crear liquidez, y los coeficientes de caja, los bonos del Tesoro (26) o los depósitos obligatorios remunerados en el Banco (27) para bloquearla.

El mecanismo consiste en ajustar diariamente el nivel de activos líquidos del sistema bancario a la senda marcada por el volumen «objetivo» de depósitos que se pretende conseguir, y el coeficiente legal de caja; ese ajuste se logra fundamentalmente mediante la subasta (a tipo libremente fijado por el mercado) de créditos a muy corto plazo, o de bonos del Tesoro a corto plazo, ofrecidos por el Banco en la cuantía precisa para situar las reservas bancarias en la senda. Logrado esto, el mecanismo ejerce sus efectos con la siguiente lógica. Si las entidades de crédito están prestando demasiado, los depósitos generados en su pasivo serán superiores al objetivo; los activos líquidos ofrecidos por la autoridad no permitirán cubrir el coeficiente obligatorio de caja; las entidades más apuradas pujarán, ante el Banco o en el mercado, para hacerse con las reservas que precisan, lo que elevará los tipos interbancarios; finalmente esa vía de ajuste será imposible, o no rentable, y habrá que recuperar liquidez contrayendo el crédito; lo cual, finalmente, reducirá los depósitos llevándolos al nivel deseado por las autoridades. Cuando, por el contrario, los depósitos reales sean inferiores a los depósitos «objetivo», el proceso funcionará a la inversa. Como se desprende de esa descripción, el mecanismo de control monetario funciona mediante un proceso de tanteo en el que es clave la capacidad de cada entidad de crédito para evaluar la situación actual y perspectivas de su tesorería, prever las tensiones del mercado interbancario en el próximo futuro, y ajustar en consecuencia su crédito e inversiones (28).

En los años siguientes a 1973 la instrumentación de la política monetaria ha sufrido numerosos retoques técnicos, con el propósito de dotarla de mayor eficacia y flexibilidad, en los que no vale la pena entrar aquí. Una modificación importa destacar, sin embargo: el paso, en 1977, a unos tipos de interés del Banco de España completamente libres (esto es, marcados automáticamente por la demanda de las entidades y por el nivel de activos líquidos que el Banco de España pretende colocar) en los créditos de regulación monetaria, libertad que se extiende al año siguiente a los bonos del Tesoro (29).

El segundo gran cambio institucional es la libertad ganada por los tipos de interés de las entidades de crédito, y la aproximación a niveles de mercado de las rentabilidades de los valores de renta fija.

Por lo que respecta a los tipos del sistema crediticio, la historia no es rectilínea. Arranca de 1969. En abril de aquel año se autoriza a los Bancos industriales a emitir certificados de depósito a plazo de un año o más (30). Los intereses de esos instrumentos financieros aún eran muy insuficientes, pero el paso dado en el camino de la libertad era considerable si se piensa en las posibilidades de actuación indirecta que ofrecen los «mercados secundarios». En julio del mismo año (31) todo el sistema de tipos de interés de las entidades sufre un cambio profundo. Ganan plena libertad los tipos de las operaciones activas a más de tres años, los depósitos a más de dos (ahora es cuando se desvelan todas las posibilidades de los recién creados C. D.), los depósitos en pesetas convertibles a tres meses o más, y los depósitos en moneda extranjera. Poco después se liberan también todos los tipos entre entidades de crédito privadas de cualquier clase (32), medida necesaria, aunque no suficiente, para la futura creación del mercado interbancario.

Esos pasos encajan en un esquema liberalizador. Sin embargo, los demás tipos activos (que son en principio los importantes, en una Banca esencialmente prestamista a corto plazo) ven convertidos sus techos legales de mínimos en máximos, un radical cambio de carácter escasamente compensado por la subida del techo en un punto (33). También se hacen máximas las comisiones. Curiosamente ese cambio no suscita en la Banca la viva oposición pública que podría esperarse, algo que sólo se entiende en el supuesto de que hubiese una transgresión indirecta generalizada de los controles, reforzando los Bancos sus ganancias con «gastos suplidos» espúreos, y retenciones.

Por lo demás el sistema de tipos de 1969 se basa en la ligazón automática de los tipos activos o pasivos máximos de las operaciones no liberadas al tipo de redescuento del Banco de España, llamado básico, mediante la adición o sustracción de unos diferenciales establecidos. Ese mecanismo es bastante rígido y en buena medida irrelevante. Pero denota una preocupación antes inexistente por el precio del dinero. Su eficacia real depende de la voluntad para mover el tipo básico según la coyuntura. Tal voluntad existió entre 1969 y 1974, período en que el tipo básico se ajustó seis veces (dentro de una gama que va del 5 al 7 por 100). Luego se ha perdido, porque el progreso de la liberalización ha dejado obsoleto el mecanismo del tipo básico.

Anotemos dos retrocesos de la política liberalizadora de los primeros años de la década. Uno es importante y duradero, el otro se rectifica pronto. En 1971 los tipos de interés de las pesetas convertibles pierden su reciente libertad (34); en ese año y en los dos siguientes se imponen además a las pesetas convertibles obligaciones de depósito compensatorio en el Banco de España, y ciertas trabas administrativas (la división de las cuentas de no residentes en cuentas «de entrada» y «de salida»). Todo ello se propone romper las posibilidades de enlace entre el mercado financiero interior y exterior abiertas con las pesetas convertibles. Aunque la medida se justificó en su momento como forma de combatir tensiones especulativas *a favor* de la peseta, obviamente transitorias, y de evitar entradas de liquidez incómodas para la política monetaria, sobrevive por inercia a toda clase de cambios coyunturales. Es suprimida en enero de 1981 (35), diez años después de su introducción.

Y en julio de 1973 (36) los depósitos a dos o más años también vuelven a someterse a control (tipo máximo, 6 por 100); que se suaviza con una elevación de un punto en el tipo básico. Incidentalmente, los depósitos a dos años dejan de ser privilegio de los Bancos industriales, abriéndose a los demás Bancos y Cajas. Esa vacilación se supera pronto: un año después los depósitos a dos años vuelven a declararse libres (37).

Dos nuevos avances liberalizadores, éstos decisivos. El pri-

mero, sin embargo, tan discreto que cuando en 1980 se discute la «liberalización» de los tipos activos, aún hay mucha gente que cree que están controlados, siendo así que, de hecho, llevan ocho años libres. En 1972 se aprueba una tarifa regulando las comisiones bancarias (38). Las comisiones complementarias de las operaciones activas y pasivas son, como los correspondientes tipos, máximas. En cambio, volviendo a la estructura tradicional rota en 1969, las comisiones por servicios son *mínimas,* o libres para los servicios que no se contemplan en la tarifa. Baste añadir que la cobranza de los efectos se considera un servicio, no el complemento de una operación activa, y que las comisiones de estudio no se regulan, para comprender que esa tarifa implica la libertad total del precio del crédito. Los Bancos suplementan su (ahora) 9 por 100 máximo permitido en el descuento de papel comercial con una comisión de cobranza que coloca el coste total de la operación en niveles de mercado, sea ese o no el espíritu que alentó la redacción de la tarifa de condiciones (39). Tendremos ocasión, más adelante, para comentar la falta de transparencia y las irregularidades puntuales que implicaba esta forma indirecta de liberar el precio del crédito.

La otra línea de progreso en el camino de la libertad de tipos de interés es la reducción del plazo a partir del cual los tipos son libres. En las operaciones activas, ese plazo se reduce en dos ocasiones: de tres a dos años en 1974, y de dos a uno en 1977 (40). Mayor repercusión tiene la reducción del plazo en la última fecha citada, y también de dos a un año, en los pasivos, a juzgar por los violentos traspasos de fondos que se producen en los doce meses siguientes desde las cuentas corrientes y de ahorro a las imposiciones, y dentro de ellas, a los C. D. a un año (41), instrumentos cuya inmediata liquidez queda asegurada habitualmente con compromisos verbales, y aún escritos, de recompra.

El último paso en la saga de los tipos de interés de las operaciones ordinarias de las entidades de depósito se da a comienzos de 1981 (42). En esta ocasión se liberan los tipos de todas las operaciones activas, salvo las de carácter especial (los coeficientes de inversión, los moribundos planes de ahorro vinculado, y la moda nueva, los programas de apoyo a la vivienda); todas las comisiones, salvo las relacionadas con el crédito; y los depósitos a seis meses, pero sólo para importes de un millón o más. Los tipos de los demás depósitos a plazo reciben como premio de consolación la elevación de un punto en su techo, premio que no se extiende a los depósitos a la vista o de ahorro. Se liberan también los tipos de interés de los depósitos de ciertos inversionistas institucionales (compañías de seguros, financieras, entidades de inversión colectiva y corporaciones locales). Los controles de tipos pasivos retenidos parecen justificarse por la necesidad de evitar un encarecimiento demasiado brusco del pasivo del sistema (43).

Los tipos de los créditos especiales, tanto de las entidades de depósito como del crédito oficial, registran, a partir de 1973, revisiones al alza (44), cuyo efecto general es evitar un distanciamiento dramático respecto de los tipos libres en los créditos especiales dirigidos al mercado interior, distanciamiento que sí se produce en el crédito a la exportación y en la financiación de buques, para combatir la competencia financiera internacional en esta área. En 1979, por otra parte, se inicia una línea de acción que en cierto modo sustituye las operaciones de coeficiente de inversión: un nuevo coeficiente que se cubre con financiaciones a largo plazo a tipo libre (45). La idea es favorecer la *disponibilidad* de fondos a largo plazo sin distorsionar el precio del dinero o crear subvenciones implícitas.

Los tipos de interés, o mejor aún de rentabilidad, de los valores de renta fija progresan durante los años setenta hacia niveles de mercado por la fuerza de los hechos. Mientras los bonos de caja de los Bancos industriales fueron computables en el coeficiente de fondos públicos de las Cajas, las autoridades pudieron mantener sus tipos relativamente bajos (46). Retirada la computabilidad en 1974, aquellos tipos hubieran hecho imposibles nuevas emisiones. Hubo pues que darles libertad *de facto* (47). Más curioso es lo sucedido con las obligaciones industriales. Los tipos nominales habían avanzado muy poco desde los años sesenta hasta 1974 (48). Pero en los años centrales de la década de los setenta la Junta de Inversiones estaba concediendo la computabilidad a unos volúmenes de emisión que rebasaban en mucho la capacidad de absorción de las Cajas. La autoridad, que determinaba al mismo tiempo la oferta de esos títulos (al darles computabilidad) y la demanda (forzada por el coeficiente de fondos públicos de las

Cajas), estaba creando un desequilibrio artificial en un mercado igualmente artificial, desequilibrio que llegó a su punto máximo en 1977 (49). Las Cajas de Ahorros aprovecharon esa situación para exigir comisiones y descuentos de colocación muy considerables (se hablaba de entre 5 y 10 puntos, y a veces más), de los que no se libraron las emisiones del INI. Manteniéndose (transitoriamente) las formas por lo que a control de tipos nominales se refiere, la situación evolucionó por tanto hacia unos tipos realmente negociados.

El sector público entra en el mismo proceso. No por lo que respecta a las cédulas de inversión, para las cuales los retoques de tipos han sido ínfimos (50). Pero sí en el caso de las obligaciones INI, tomadas íntegramente, aunque con creciente reluctancia, por las Cajas (51). Y, sobre todo, en el caso de las deudas del Estado destinadas al público que, naturalmente, no se colocan si no es a tipo de mercado (52). Igual sucede con algunas emisiones de Bancos oficiales u otros organismos públicos con el mismo destinatario.

La liberalización de las operaciones en moneda extranjera de la Banca nos obliga a retroceder un poco (53). Partiendo de un control y centralización total de las operaciones en divisas, con los Bancos limitados a un humilde papel de agentes técnicos de pagos, una serie de medidas habían ido suavizando el sistema en los años cincuenta y sesenta; citemos una: la autorización, en 1952, para que los Bancos pudiesen mantener en su poder divisas procedentes de cuentas de no residentes, en lugar de ingresarlas en el IEME (54). Pero el paso decisivo se da a fines de 1967 y principios de 1968 (55), cuando se flexibiliza con generosidad la apertura y utilización de cuentas en divisas convertibles de no residentes, así como la inversión por el Banco depositario de sus contrapartidas, y se liberan los tipos de interés de aquéllas. Esto permite que la actitud de la Banca cambie de un modo decisivo: ya no tiene que ser meramente pasiva, sin otro papel posible que el de operar con los fondos que buenamente le lleguen como subproducto del interés de los extranjeros por hacer negocios en España; sino que puede tomar la iniciativa y lanzarse a competir libremente en los mercados internacionales, en igualdad de condiciones con los Bancos de otros países (56).

También hay cambios reseñables en materia de control institucional de las entidades de crédito en los años setenta. La competencia bancaria no resulta especialmente estimulada por las nuevas normas de creación de Bancos de 1972 y 1974, muy restrictivas (57); aparte de que, desde mediados de la década, el cambio de coyuntura general y bancaria enfría a los promotores nacionales de nuevas entidades. En cambio sí constituyen hitos importantes para el funcionamiento del sistema la liberalización de la creación de oficinas desde 1972, y la entrada de los Bancos extranjeros desde 1979.

La liberalización de la creación de oficinas se produce en dos tiempos. Primer tiempo. En 1972 y 1973 se aumenta considerablemente el número de oficinas que los correspondientes Planes de Expansión permiten abrir a los Bancos comerciales, y desaparecen prácticamente las restricciones en cuanto a su localización (58); lo mismo sucede con las Cajas de Ahorros; los Bancos industriales, sin embargo, siguen limitados a un número muy bajo de oficinas (59). Segundo tiempo. En 1974 se suprimen definitivamente los Planes de Expansión; y los Bancos, incluidos ahora los industriales, pueden abrir oficinas donde y cuando quieran, sin otra limitación que la existencia de una capacidad de expansión cuyo criterio de cálculo se amplía generosamente. El mismo principio se aplica a las Cajas que, sin embargo, no pueden crear oficinas fuera de su provincia o zona de actuación anterior (60), limitación suavizada a finales de 1979 para permitir que las Cajas se expandan libremente por su región, y que las más grandes se instalen en las grandes ciudades (61).

Es dudoso que esa liberalización en dos tiempos sea la política más adecuada para salir de una situación de control. En efecto, una medida restrictiva tan prolongada como ha sido la limitación de oficinas produce un desequilibrio inmediato en la situación de las entidades, pero también algo más: quebranta sus reglas de comportamiento básicas y las sustituye por criterios equivocados. La supresión de una medida restrictiva suele implicar un «escalón de salida»; las técnicas de liberación gradual tratan de difuminarlo o distribuirlo en el tiempo, intentando alcanzar exactamente la situación de equilibrio en libertad, y evitar una reacción por exceso. Pero cuando las entidades han llegado a perder por completo su sentido del equilibrio (en este caso, cuando han olvidado por completo la

técnica de los estudios de mercado para valorar la rentabilidad de las nuevas oficinas), la aproximación gradual es contraproducente: pospone el momento de recrear los criterios de comportamiento, todavía innecesarios en esa fase, en la que sigue habiendo desequilibrio. Y llegada la segunda fase de libertad, las entidades no reconocerán el equilibrio, y por tanto aún se lanzarán ciegamente en la dirección que les resulta habitual: se producirá el «escalón de salida» pero ahora ya, necesariamente, hacia una situación de desequilibrio por exceso.

El segundo cambio institucional relevante es la admisión de Bancos extranjeros (62), suspendida desde los años treinta, prometida en la reforma de 1962, y abierta por fin dieciséis años más tarde, cuando los Bancos españoles tenían ya cerca de setenta sucursales fuera de España, sin contar con un número importante de Bancos filiales o participados. No es una admisión incondicional, pues, entre otras cosas, a los Bancos extranjeros se les limitan las oficinas (a tres) y los recursos en pesetas que pueden obtener fuera del mercado interbancario (al 40 por 100 de las inversiones en España, caja incluida). No obstante lo cual, también en este caso se produce un «escalón de entrada», y en 1979-1980 una veintena larga de entidades extranjeras de primera fila obtienen la licencia de las autoridades españolas, y comienzan a operar.

Mencionemos finalmente otro grupo de medidas institucionales que no dejan de afectar indirectamente al funcionamiento del sistema interbancario. Desde mediados de la década de los setenta se produce un cambio de la coyuntura económica cuya consecuencia directa en el mundo financiero es la aparición de Bancos con dificultades de liquidez y de solvencia serias (Bancos en crisis), lo que tiene obvias repercusiones negativas sobre los mercados financieros, y en primer lugar sobre el interbancario, dada su agilidad y su falta de afianzamiento. Las autoridades reaccionan contra la crisis con una sucesión de medidas: implantación de un coeficiente de garantía para la Banca comercial (63); creación de un fondo de garantía de depósitos para Bancos y Cajas (64); creación de la Corporación Bancaria, sociedad mixta del Banco de España y la Banca para adquirir Bancos en crisis, sanearlos y reflotarlos; refuerzo de las facultades inspectoras del Banco de España (65); normas y recomendaciones a las entidades de depósito en materia de valoraciones, saneamientos y distribución de resultados (66); limitación y control de la prestación de avales bancarios (67); y una seria revisión del Fondo de Garantía de Depósitos de la Banca, a los dos años de su creación (68) concediéndole muy amplias facultades para adquirir Bancos en crisis, o para obligarles a sanearse. La descripción y análisis de ese conjunto de medidas no nos importa en este momento, pero sí su efecto general, que ha sido el de permitir vadear las crisis bancarias y devolver la tranquilidad a los mercados financieros, posibilitando su normal funcionamiento.

FUNCIONAMIENTO ACTUAL DE LAS ENTIDADES DE CREDITO

Todos esos cambios institucionales han dejado, o están dejando, una huella profunda en el funcionamiento de las entidades de crédito.

Comencemos por la gestión a corto plazo. La instrumentación actual de la política monetaria fuerza a las entidades, por una parte, a desarrollar una gestión de tesorería muy activa, y por otra, a conectar a esa gestión sus otras dos grandes áreas de actividad bancaria: la política de inversiones y, en menor grado quizás, la política de pasivo.

Ante todo, las entidades se ven obligadas a conocer de modo inmediato su situación de caja y de depósitos, y prever con toda la exactitud posible los cambios que van a experimentar ambas variables, sobre todo la caja, más volátil, en el corto y cortísimo plazo. Ello requiere un gran esfuerzo de centralización y actualización de la información contable relevante, un buen sistema de previsión estadística, para las magnitudes que se mueven estadísticamente, y un mecanismo de control inmediato de las grandes operaciones, que pueden afectar apreciablemente a la tesorería. Por otra parte, han de montar un aparato de decisión permanente para efectuar, con la agilidad imprescindible, los ajustes requeridos en los mercados monetarios, donde deben desarrollarse tácticas racionales en un entorno que tiene, para sus operadores, algo de juego de envite. Todos los Bancos y Cajas de cierta entidad han ido esta-

bleciendo a lo largo de los setenta sus sistemas de información interna y de previsión a corto plazo, y han creado o potenciado sus departamentos de gestión de tesorería. Esa primera parte de la tarea se ha completado.

La segunda parte, conectar la gestión de tesorería con otras áreas de actividad, es más difícil. Las entidades deben deducir el rumbo de su política de activos de la situación general de los mercados monetarios, y de sus propias perspectivas o posibilidades individuales. Y ello plantea problemas complicados de decisión y organizativos. Problemas de decisión: han de percibir las tensiones, evaluarlas para separar los movimientos aleatorios o pasajeros de las tendencias de base, y decidir cuando las tensiones no pueden resolverse dentro del ámbito propio de la gestión de tesorería, sino que requieren un ajuste o cambio de política en materia de inversiones, o tal vez un esfuerzo especial de captación de pasivo. Problemas organizativos: la política de inversión de los Bancos está bastante descentralizada hacia las sucursales, por necesidades de contacto con el cliente, y sus órganos centrales de dirección (departamentos «comerciales») tienen una lógica bastante diferente de la de los gestores de la tesorería (departamentos «financieros»). Hay una especie de barrera natural entre ambos mundos que, a veces, sólo se rompe cuando las tensiones monetarias son extremas. Incluso cuando ambas áreas se conectan con facilidad, o cuando la alta dirección decide que los problemas de tesorería requieren un ajuste de inversiones, sucede que al centro no le es fácil controlar los movimientos de su periferia. Súmese a ello el viejo problema de que lo que pueden controlar las entidades son los *límites* de los contratos pero no las *disposiciones* dentro de ellos, que son decisión del prestatario. Todo lo cual produce desviaciones respecto de los objetivos de crédito que puedan emanar de la dirección financiera central. Y, con los estrechos márgenes en que se mueven los activos líquidos, desviaciones relativamente modestas pueden derivar en tensiones serias.

Hacia 1977, cuatro o cinco años después de iniciada la nueva instrumentación de la política monetaria, la conexión entre la gestión de caja y la política de inversión era todavía bastante imperfecta para las grandes entidades de crédito en su conjunto (69). Había en muchas entidades una evidente falta de comunicación entre los departamentos de tesorería y de inversión, y una preocupante falta de control del centro sobre la periferia inversora. Con frecuencia se requerían tipos interbancarios realmente exagerados en uno u otro sentido (equivalentes a la imposibilidad práctica de encontrar, o de colocar, fondos a cualquier precio) para que los impulsos del mercado monetario llegaran al mercado crediticio. Dentro de una banda de tipos muy amplia, las tesorerías tendían a actuar aisladamente del resto de la entidad y resolver sus problemas por sí mismas. Sólo cuando se hacía inevitable un incumplimiento del coeficiente de caja, con su correspondiente sanción económica y moral, lanzaban un S.O.S., vía alta administración, a otros departamentos (70).

Frente a esta situación de hecho, entre los gestores bancarios existía una indudable preocupación por el tema. A pesar de lo cual sería quizás aventurado afirmar que la situación haya mejorado sustancialmente en los últimos años. Cierto que la evolución de los mercados monetarios ha sido cada vez más ordenada, pero ello puede deberse a que las propias autoridades han completado su aprendizaje y son más flexibles en sus actuaciones instrumentales, o a que sus restricciones monetarias han sido de menor intensidad.

En cualquier caso, los mecanismos monetarios de los años setenta requerían la existencia de un mercado monetario ágil y potente. Durante los primeros tres años de la nueva instrumentación de la política monetaria, el Banco de España distribuyó sus créditos a corto plazo de forma proporcional a todos los Bancos (que tenían que tomarlos en el curso normal de las cosas, ya que se ofrecían a tipos bastante bajos). El mercado, en tales circunstancias, era esencial como mecanismo de redistribución secundaria de los fondos. La nueva instrumentación hubiera sido sencillamente imposible sin él, y no es de extrañar que la autoridad apoyara la aparición e institucionalización del mercado (71). Con el paso de la distribución proporcional a la subasta libre, que permite en principio a las entidades cubrir el grueso de sus necesidades de tesorería directamente en el Banco de España, quizás el papel redistribuidor de mercado interbancario no sea tan esencial, aunque cumple todavía funciones importantes de reajuste pre y post-subasta (para subsanar errores de apreciación en la subasta,

o agotamiento de los límites con el Banco de España, para remediar imprevistos, o para efectuar arbitrajes de interés y plazo). A cambio de eso, el mercado ha comenzado a experimentar una diversificación apreciable en plazos (que se alargan al mes y tres meses) e instrumentos (tras muchos años de operar casi exclusivamente en préstamos sin garantía de fondos en el Banco de España, ha comenzado en 1981 a ser muy activo en bonos del Tesoro), diversificación técnica que refleja seguramente una diversificación más profunda de sus funciones o motivos (72).

Entramos ahora en otra dimensión de la gestión bancaria, la captación de pasivo. La predisposición a aumentar la red de oficinas como primer mecanismo para ganar dimensión, absoluta y relativa, no ha desaparecido. La forma en que se introdujo la liberalización de la expansión bancaria tenía que producir un aumento brusco de las oficinas, y así fue (73). Vencido ese primer escalón, la Banca todavía ha seguido creando oficinas a un ritmo muy superior a, por ejemplo, el crecimiento de la población o el del PNB en términos reales, hasta el punto de que en la actualidad la red bancaria española figura en términos relativos (habitantes por oficina) entre las más extensas del área de la OCDE. Esa inflación de puestos de venta, cuya importancia no debe exagerarse (74) es, en definitiva, una manifestación indirecta de las tensiones generadas por los controles de tipos: la competencia por el dinero se desborda en la prestación de servicios, incluido el de aproximarlos y facilitarlos físicamente al cliente. Debe añadirse que la Banca ha empezado a ser más selectiva en su expansión, y no agota automáticamente sus límites; y que tiene ya una actitud ambigua sobre la conveniencia de proporcionar gratis los servicios asociados con el mecanismo de cobros y pagos.

En cuanto a la competencia en precios, los Bancos han aprovechado la libertad de tipos de las imposiciones a plazo para ofrecer remuneraciones verdaderamente competitivas al dinero de inversión, con las discriminaciones habituales según la dimensión unitaria de los depósitos, la importancia del cliente en otros aspectos del negocio bancario, y, tal vez, el plazo de las colocaciones (75). Seguramente esta última dimensión, el plazo, viene siendo la faceta menos valorada por los Bancos, basándose en la ley de los grandes números que asegura la estabilidad de la masa de recursos, sea cual sea su duración individual; en consecuencia, el acortamiento del plazo para el que se autoriza la libertad de tipos se ha ido traduciendo en un paralelo acortamiento de la vida media de los pasivos, acortamiento aún más acentuado en la realidad por las promesas de liquidez a la vista que se hacen a los depositantes. No es de extrañar que los certificados de depósito, que dan un cauce fácil a tales ofrecimientos de liquidez, hayan crecido de modo extraordinario en los últimos años de la década de los setenta (76).

Por otra parte, las mejoras de remuneración no siempre han tomado la forma ortodoxa de tipo de interés. En los últimos años muchos Bancos se han unido a las Cajas en la práctica de ofrecer complementos en especie (seguros de vida, regalos, sorteos de todas clases). Lo cual, aparte de transgredir discretamente los techos legales de los tipos pasivos, refleja el resdescubrimiento de una vieja verdad: que para una amplia clase de ahorradores medios o modestos, tales formas de retribución resultan más atractivas que el tipo de interés normal.

En el extremo opuesto de la gama de depósitos, los Bancos han reducido casi a cero el interés general de las cuentas corrientes, renunciando incluso al máximo legalmente permitido.

Tal vez de esos fenómenos quepa deducir una aproximación del papel económico de las distintas clases de depósitos, al que teóricamente les corresponde: instrumentos de inversión para la clientela en el caso de los depósitos a plazo, y de pago en el de las cuentas corrientes; las libretas de ahorro mantienen una posición conceptual y funcionalmente ambigua dentro de la gama de depósitos.

Al margen de los depósitos, los Bancos comienzan a abrir otras dos vías de captación de recursos, ambas en condiciones de mercado. En la segunda mitad de los setenta los bonos de caja vuelven por necesidad a orientarse hacia el gran público, con tipos de interés realistas y con las necesarias campañas de publicidad. Determinados Bancos industriales encuentran ahí una fuente interesante de fondos. En 1980 los Bancos comerciales descubren a su vez que legalmente nada les impedía emitir renta fija, y se producen algunas emisiones convertibles, colocadas con éxito. Los mercados secundarios de todos estos valores siguen requiriendo el apoyo de las entidades emisoras.

También en 1980 se oficializa una forma de financiación de las entidades de crédito hasta entonces marginal y casi clandestina: el endoso de efectos de su cartera al público general. Esos endosos comienzan a negociarse, y renegociarse, en Bolsa, a tipos de interés conocidos públicamente; los efectos, desde luego, tienen la garantía de los Bancos cedentes, que realizan además su gestión de cobro. Ese mercadillo de «aceptaciones» experimenta un rápido desarrollo, gracias a las rentabilidades ofrecidas y, posiblemente, a la indefinición de su situación fiscal. Lo utilizan algunos Bancos importantes, incluyendo bastantes Bancos extranjeros que, faltos de una base comercial suficiente, precisan recurrir a toda suerte de innovaciones para alcanzar un volumen de negocio.

En resumen, la gestión de pasivo de los Bancos muestra en los últimos años una diversificación, especialización y ampliación de la gama de instrumentos de captación de fondos, y una evidente aproximación a las condiciones del mercado libre, fenómenos ambos que deben ser bienvenidos, incluso aceptando que alguna de las innovaciones acaecidas tenga como motivo, no tanto la eficacia del instrumento creado, como la necesidad económica de sortear o superar las limitaciones y controles que todavía mantiene la autoridad financiera.

Las Cajas de Ahorros son diferentes, y no siguen a la Banca ni por el camino de la expansión de la red, ni por el de la competencia en tipos. En el primer aspecto tropiezan con sus fronteras regionales, que les impiden entrar en el juego de crear una red nacional de oficinas; por tanto no se produce el *boom* detectado en los Bancos. En el segundo aspecto, pocas son las Cajas que ofrecen certificados de depósitos, menos aún las que ven la Bolsa como una posible fuente de fondos, y, en general, sus tipos pasivos se retrasan apreciablemente respecto de los practicados por los Bancos. Puede haber razones para esa estrategia. Tal vez las líneas que explora la Banca no sean las más adecuadas para la clientela tradicional y muy al por menor de las Cajas, clientela a la cual debe hurtarse el efecto demostración de los tipos altos, satisfaciéndola en cambio con una nueva ola de retribuciones en especie. O tal vez las Cajas hayan buscado un *trade-off* entre crecimiento y rentabilidad: esta última mejora sensiblemente a fines de la década (77).

No ha habido ocasión para mencionar a las entidades oficiales de crédito al hablar de los progresos de la gestión de tesorería hacia técnicas y condiciones de mercado; el control a que las someten ICO y Tesoro les impide desarrollar excedentes de liquidez prestables, y los tipos del dinero interbancario les prohíben financiar ahí sus operaciones. Tampoco podremos mencionarlas cuando estudiemos la gestión del activo, totalmente mediatizado en su caso. En cambio, en materia de captación de pasivo se notan avances hacia el mercado en forma de empréstitos colocados en el mercado internacional, y de emisiones de renta fija ofrecidas al público general a tipos libres, o a inversores institucionales en condiciones más razonables que las cédulas para inversiones. Sin embargo, la presión de su cuenta de resultados, y viejos reflejos intervencionistas, limitan los avances por esa vía.

Y llegamos al tercer gran aspecto de la gestión de las entidades de crédito y depósito, el de la inversión en créditos y valores. Descartemos estos últimos, porque ahí no hay novedades o mejoras reseñables si prescindimos de las colocaciones de excedentes a corto plazo en bonos del Tesoro que hemos clasificado en el terreno, ya recorrido, de la tesorería. Los títulos que la Bolsa ofrece aún no resultan atractivos para las entidades de depósito, pese a la mejora de sus rentabilidades; después de todo, las condiciones de los valores más activos han sido diseñadas para competir con los depósitos, no con los créditos. Salvo casos anecdóticos, las entidades sólo compran valores de renta variable por razones de política de grupo; y deudas u obligaciones de renta fija para atender a los coeficientes de inversión obligatoria.

Por el contrario, en materia de créditos están produciéndose cambios importantes. Empecemos por los cambios de instrumentación, más aparentes. El primero a notar es el progresivo retroceso del descuento de efectos frente a otras formas de financiación crediticia. El retroceso, sentido suavemente a lo largo de toda la década de los setenta, tiene una brusca aceleración en 1980 (78). Ciertos cambios estructurales del sistema pueden explicar parte de esa evolución en el largo plazo. Por un lado, está el aumento relativo de las financiaciones en moneda extranjera, un campo en el que la letra de cambio se usa bastante menos, por contagio de las técnicas habituales del mercado internacional. Por

otro, el aumento de la participación de las entidades oficiales de crédito y las Cajas de Ahorros en las cifras totales de crédito durante gran parte de la década última (aunque no en 1979-80); y estas entidades, por su dedicación a la financiación finalista a largo plazo, y su alejamiento de la financiación a corto de ventas o existencias, o por motivos legales, no practican el descuento (79). Pero si se eliminan esos factores estructurales, y nos centramos en la financiación en pesetas de los Bancos privados, también retrocede el descuento comercial. Retroceso que se atribuye, en parte, a los elevados costes de su administración (80), en parte a la pérdida de valor ejecutivo que los efectos han sufrido en la práctica, y en parte, y como explicación particular al notable retroceso de 1980, a la irrupción de los créditos a tipo variable de la Banca extranjera, con la sustitución de financiaciones tradicionales que ello haya podido provocar.

Sean cuales sean las causas del retroceso del descuento, ese movimiento debe ser bienvenido desde otro punto de vista: la oscuridad del coste de la financiación para el cliente, que existe en todos los instrumentos crediticios en mayor o menor grado, resulta ser mucho más acusada en el descuento comercial. El hecho de que en la letra de cambio hayan coincidido un instrumento de crédito y un instrumento de cobranza, y, por tanto, un devengo por los intereses de los capitales prestados, y un devengo por unos puros servicios administrativos, ha oscurecido de modo extraordinario el concepto de coste del dinero, especialmente en la última década cuando, para sortear legalmente los techos de tipos de interés, las comisiones se tarifaron con completo olvido de los costes de gestión que se supone debían cubrir. En principio, las comisiones se cobran una vez, con independencia de la duración del descuento; si los Bancos no tienen cuidado en aplicar diferentes porcentajes de comisión según plazos (cuidado que no ha existido en general), unos pocos días de diferencia en la duración de los descuentos tendrán consecuencias dramáticas sobre el coste de la financiación, totalmente injustificadas desde el punto de vista de la calidad del riesgo (81).

Otro cambio instrumental importante, y muy reciente, es precisamente la aparición de los préstamos o créditos a tipo variable. La indexación de tipos activos (y pasivos) no es un fenómeno estrictamente nuevo. A principios de la década de los setenta, cuando el tipo básico se movía con cierta frecuencia, se empleó bastante una figura de contrato de préstamo que preveía la modificación del tipo en paralelo con las del tipo básico, para así ajustar la retribución del crédito a los techos permitidos en cada momento (82). Esa fórmula de indexación se aplicó también a muchas emisiones de bonos de caja. El bloqueo posterior del tipo básico frustró aquel mecanismo de ajuste, que cayó en desuso, o perdió eficacia. Otra innovación, empleada en los créditos y préstamos de regulación especial, ha sido establecer cláusulas de revisión para el caso de que se modifiquen sus tipos máximos (83); se trata, obviamente, de la misma idea adaptada al hecho de que, aunque el tipo básico haya dejado de moverse, sí lo hacen a veces estos últimos.

En su versión actual, las operaciones de crédito en pesetas a tipo variable presentan una motivación y una técnica muy diferentes (84). Tienen como antecedente obvio los créditos internacionales en divisas ligados al *libor,* una fórmula adoptada por la Banca española desde la época en que entró en los euromercados, practicándola con su clientela residente y no residente. Y tienen una razón de ser muy parecida. Pues los créditos en eurodivisas a tipo variable son la única forma que los Bancos tienen de conceder crédito a medio o largo plazo en divisas sin asumir riesgos indebidos para su cuenta de resultados, dada la enorme variabilidad de tipos de los fondos tomados para financiarlos. Y los créditos en pesetas a tipo variable son la única forma en que la Banca extranjera pueda prestar a su clientela a base de fondos tomados del mercado interbancario español, cuyo historial de volatilidad es peor que el de las eurodivisas. Pero la recién llegada Banca extranjera ha tenido, forzosamente, que usar estos fondos para desarrollar una base de negocio suficiente, pues su cuota en el mercado de depósitos es, en los primeros años de su actuación en España, minúscula, siendo de presumir que se ampliará lentamente; y el otro recurso posible, la venta de letras en Bolsa, no deja de ser todavía marginal. Es decir, los créditos a tipo variable no son una innovación basada en razones de eficacia o técnica, sino opción arriesgada para hacer frente a una debilidad fundamental. Cierto que el propio impacto de esta nueva figura crediticia en el mer-

cado interbancario (85) puede colaborar a su estabilización si la demanda de fondos con este destino es elástica. En todo caso, no es malo que surja una conexión directa entre dos campos de la actuación bancaria tan disociados en el pasado, ni que la clientela cuente con un tipo de referencia claro y objetivo para el coste de su financiación (86).

Un segundo aspecto de la política de crédito, que debe estar en evolución y del que valdría la pena saber mucho más, es la técnica de selección de operaciones. Su importancia se realza al considerar que el coste de la financiación aún no parece ejercer en la práctica su teórico papel selectivo; son escasos los momentos en que los demandantes de crédito pueden discutir sus condiciones; en general, éstas vienen marcadas por el prestamista, que debe aplicar alguna clase de racionamiento. En el pasado la Banca puede haberse guiado, a falta de otra cosa, por estos tres criterios: atender prioritariamente a las empresas vinculadas, atraer o retener clientela que potencialmente pueda aportar negocio derivado (pasivo, moneda extranjera, etc.), y mantener las líneas de descuento, o aumentarlas linealmente a los clientes cuya calidad no sufra un deterioro obvio. En una economía en auge esos criterios podrían ser tan racionales como un costoso análisis de proyectos y de contabilidades, tan dudosas por otra parte. En cuanto a las Cajas, no tenían problemas: los coeficientes de inversión obligatoria, cubriendo la casi totalidad de los recursos, limitaban la actuación de aquéllas a un control de las garantías; de hecho, muchas Cajas han llegado a carecer por completo de cualquier iniciativa inversora propia.

Dos fenómenos han roto la utilidad de esos patrones de conducta. En primer lugar, la reducción de los coeficientes obligatorios va cediendo recursos cuantiosos a la decisión de las Cajas, que se ven obligadas a escoger libremente sus prestatarios, los sectores o actividades en que quieren actuar, y la forma y plazo de sus créditos. La lentitud de su penetración en el crédito comercial, la persistencia de su dedicación al crédito personal y de vivienda, y el mantenimiento de mecanismos centralizados de decisión prueban las dificultades que presenta el cambio de modelos de comportamiento en esta materia. Pero es obvio que ese cambio debe irse produciendo, por fuerte que sea la inercia. En segundo lugar, y esto cuenta más para los Bancos, la calidad del crédito se ha deteriorado sensiblemente a nivel global, al compás de la crisis económica. Ello obliga a una selección más cuidadosa y técnica de los prestatarios. La fiebre reciente por las auditorías puede ser una manifestación de esa actitud. Por otra parte, encabezar un grupo industrial o inmobiliario resulta ser, en ese contexto coyuntural, una carga pesada para el Banco que está a su frente; ninguna otra entidad crediticia financiará a las empresas del grupo, las cuales demandarán tanto más fondos cuanto peor sea su situación. En consecuencia, ha habido algún movimiento, no siempre fácil, hacia la desvinculación de los Bancos de los sectores no financieros.

La política de tipos de interés para el crédito ha sido extraordinariamente opaca, y no sólo para el público general y para las autoridades financieras, sino puede que para los propios protagonistas, los prestatarios (confundidos por plazos, comisiones y retenciones) y los Bancos (confundidos por la autonomía de los directores de sucursal). Ya se ha dicho que el coste del dinero no ha sido en el pasado un factor decisivo en el crédito, y que además la forma indirecta de eludir los tipos legales de interés, mediante comisiones y gastos de estudio, ha actuado como un poderoso factor de oscurecimiento. Probablemente los Bancos, y las Cajas, han carecido de una política de tipos de interés, lo que explica la enorme dispersión de los tipos practicados (87). Salvando un número limitado de grandes empresas que, por su tamaño, deben acudir a varias fuentes de dinero, y que gracias a ello han adquirido cierta sofisticación financiera, la clientela bancaria de activo no ha tenido hasta muy a finales de los años setenta tipos de referencia objetivos a los que asirse en sus negociaciones crediticias (88), circunstancia que ha debilitado su capacidad de discusión.

Esa situación puede cambiar como consecuencia de las disposiciones de enero de 1981, que tratan de combinar el principio de la libertad de fijación de tipos con el de la transparencia en su fijación. A esa transparencia debe llegarse por tres vías. Primero: el grueso del coste de la financiación se desplaza al tipo de interés, que queda libre, en tanto que las comisiones se limitan y controlan; control que sería incongruente con el principio de libertad de tarificación, como muchos han apuntado, pero que se explica como paso necesario para salir de la caótica situación prece-

dente. Segundo: se obliga a las entidades a publicar tipos preferenciales, que aunque no sean mínimos en sentido estricto, sí lo son en la práctica ya que las operaciones por debajo de los preferenciales se entienden excepcionales. Los cuadros públicos de tipos preferenciales, junto con la creciente información existente sobre niveles de tipos activos, deben ser un elemento de referencia valioso para la clientela, y contribuir a la transparencia e integración del mercado, reduciendo las diferencias de cargas a lo que esté realmente justificado en función de las diferencias de riesgo. Las primeras listas de tipos preferenciales, por otra parte, confirman, con su dispersión de tipos y con su lentitud de elaboración, la desorientación de las entidades en este tema (89). En cualquier caso, su futuro comportamiento en la fijación de preferenciales es una incógnita; una actitud medrosa al cambio restaría a esos tipos el valor informativo que potencialmente tienen. Tercero (pero no nuevo, pues el principio data de 1977, y ahora se confirma) (90): se obliga a las entidades a entregar a sus prestatarios liquidaciones de interés tipificadas, de las que puede deducirse, *a posteriori,* el coste efectivo de las financiaciones.

En resumen, también en el tercer campo de la gestión de las entidades crediticias, el de la inversión ordinaria, se producen avances hacia patrones de mercado, no sólo por la mera libertad de remuneraciones, sino también por una evolución hacia instrumentos en los que el coste se objetiviza, con progresivo abandono de la letra de cambio; por una mejor técnica de selección de prestatarios; por una actitud más bancaria de las entidades; y por una mayor transparencia del mercado, de consecuencias integradoras, en las que el precio del dinero puede recuperar su papel perdido.

CONCLUSIONES

Las secciones precedentes cuentan una historia cuya tendencia muestra una dirección muy clara, y cuyo punto final parece próximo. Se parte, a principios de la década de los sesenta, de un sistema financiero que, como consecuencia de la acumulación de un lastre brutal de intervenciones y controles públicos durante décadas, presentaba defectos evidentes. Estaba sometido a un *statu quo* congelador e irracional; carecía de una serie de mercados, instrumentos y servicios financieros importantes en otros países, o los utilizaba en proporciones inadecuadas. Su desconexión de los mercados internacionales era notoria. Sólo podía practicarse una política monetaria burda, de choque, pues el sistema y los mercados no estaban preparados para otra cosa. Por otra parte, el sistema financiero, o más exactamente el crediticio, cumplía su papel esencial de recolector del ahorro nacional, más aún, de una parte comparativamente muy alta del mismo, y, por supuesto, no sólo lo colocaba sino que constituyó un motor importante de desarrollo de la economía. Es evidente que no operaba según las reglas del sistema de precios libres, pero no puede afirmarse, de modo taxativo, que la asignación que hacía de los fondos fuese notoriamente defectuosa. En todo caso, quedaba expuesto a la crítica de que su funcionamiento presentaba todos los vicios del capitalismo oligopolista sin ninguna de las virtudes del mercado competitivo.

Todos esos problemas o defectos llevaron, por aquellos años, a la convicción general de que era necesaria una reforma del sistema financiero. Cabían dos vías de acción. Una sería la vieja vía del despotismo ilustrado: tratar de corregir los defectos desde arriba, mediante una serie de intervenciones adicionales que logren una mejor asignación de los recursos. La otra consistiría en suprimir los controles y las intervenciones, y dar libre juego a los mecanismos de mercado. La primera solución se ensayó en los años sesenta, y especialmente en la reforma de 1962-64. No en estado puro, pues con el reforzamiento de los circuitos privilegiados coexistió un proceso de suavización de controles en materia de *statu quo* y de actuación frente al exterior. Pero, por lo que respecta al funcionamiento doméstico de las entidades de crédito, es claro que la segunda mitad de los sesenta contempló una política aún más intervencionista que los años precedentes. Intervencionismo que se puso al servicio de la política de desarrollo de la inversión, y del fomento de la exportación, los dos temas del momento.

Algunas de las nuevas intervenciones resultaron sonoramente equivocadas; el sistema se resentía de los viejos corsés, que no acababa de quitarse, y de los que ahora se le estaban poniendo; y en cualquier caso el patrón escogido se apartaba más y más del que es común en los países occidentales. Por tanto los primeros reformadores fueron sustituidos por otros,

que, a lo largo de la década de los setenta, año más, año menos, han ido poniendo en práctica la segunda solución, la solución de mercado, en cada una de las facetas de la política bancaria y financiera.

El cuadro general a principios de los ochenta ya es razonablemente liberal. El viejo *statu quo* es casi un recuerdo; los tipos de interés son libres en lo fundamental, salvo el reducto bien defendido de los circuitos privilegiados; se practica una política monetaria muy sofisticada; han sido enterradas la mayor parte de las viejas limitaciones tradicionales a la libre iniciativa de las entidades.

En respuesta a esos cambios de política financiera, el sistema crediticio comienza a desarrollar nuevos modos y actitudes. La gama de productos y servicios se amplía y sofistica, a veces por razones genuinas, otras, quizás, para sortear limitaciones que aún subsisten. La gestión de tesorería cambia profundamente. Evoluciona la del crédito y el pasivo. Surge una nueva preocupación por los costes y los resultados; estos últimos recuperan un papel director perdido en la época en que estaban más que asegurados. La impresión de conjunto es de rápida acomodación hacia un sistema financiero de patrón occidental, y hacia unos mercados monetarios, bursátiles, de crédito, y de captación de fondos, homologables en eficacia a los de otros países del área de la OCDE.

Desde luego, los cambios institucionales de base son lo bastante recientes como para que el sistema no haya completado la adaptación de sus reglas de comportamiento. Aún se registran deficiencias instrumentales en los mercados monetarios, y una falta de integración en las diferentes áreas de la gestión bancaria; los dos problemas no están en absoluto desconectados. La transformación de un mecanismo de asignación del crédito por racionamiento e intuición a un mecanismo basado en los precios y en un análisis objetivo de riesgos va a tomarse su tiempo. La Bolsa todavía no ha completado el desarrollo del mercado de renta fija; los progresos de la deuda pública serían más convincentes sin las sólidas muletas fiscales en que se apoyan.

Si de todo eso puede sacarse alguna conclusión, es que el sistema crediticio y financiero español no lo hace ahora peor, o de un modo muy diferente, de cualquier otro sistema occidental. Es decir, funciona, esencialmente, según reglas de mercado, con las limitaciones típicas que el mercado suele tener en materia de créditos, dada la falta de homogeneidad de lo negociado.

NOTAS

(1) La facultad para modificar los techos de los tipos de interés correspondía al Ministerio de Hacienda, previos informes del Consejo Superior Bancario y del Consejo de Economía Nacional (según la Ley de Ordenación Bancaria de 1946), más el Banco de España y la Organización Sindical (según una Ley 13/1966, de 18 de marzo).

(2) El principio viene de la Ley de Ordenación Bancaria de 1921, donde se planteó como una práctica autorrestrictiva de la competencia; el Consejo Superior Bancario era entonces el encargado de fijar los techos.

(3) Una Orden de 4 de diciembre de 1964 los liberó entre Bancos, pero mantuvo un techo del 4 por 100 para las operaciones cruzadas entre Bancos y Cajas de Ahorros.

(4) A mediados de la década de los sesenta los tipos de interés de las emisiones públicas aún eran 4,50 por 100 para el Estado y 5,50 para el Instituto Nacional de Industria. En cuanto a las obligaciones privadas, sólo se emitían las que habían recibido previamente de la Junta de Inversiones del Ministerio de Hacienda la computabilidad para los coeficientes de inversión de las Cajas de Ahorros y las compañías de seguros. Ello permitía a la Junta regular las condiciones de las emisiones (que, en teoría, eran libres): durante gran parte de la década la Junta obligó a emitir a un tipo de 6,25 por 100 (neto de impuestos); esa rentabilidad, en títulos a quince o veinte años sin ningún mercado secundario válido, no era atractiva para el gran público.

(5) No es que la autoridad tuviese mucho que decir en materia de localización de red de oficinas, aparte de su fuerte prejuicio contra las grandes ciudades, que le llevaba a ofrecer pocas oficinas en éstas (pese a su rápido crecimiento) y a penalizar fuertemente a quienes las tomasen. Los «planes de expansión» de los años sesenta (una oferta anual pública de oficinas), parece que tuvieron que guiarse en buena medida por las sugerencias del propio sistema. Fueron raras las localizaciones propuestas en los planes que quedaron sin cubrir.

(6) El Código de Comercio de 1885 prohibía a la Banca las operaciones a más de 90 días, prohibición que se mantuvo hasta el D. L. de 10 de agosto de 1960. Una Orden de 15 de octubre de 1942 prohibía, además, los créditos con garantía hipotecaria; esto duró hasta 1969 (Orden de 14 de octubre).

(7) La utilización del efecto comercial daba un buen argumento a los Bancos para exigir tales retenciones. Siendo la letra, además, un mecanismo para cobrar del librado, la retención al librador aparece como una «provisión» para hacer frente al habitual porcentaje de protestos o devoluciones. En momentos de tensión, los impagos son más corrientes, y las retenciones tendrían que reforzarse. El mercado, rechazado por la puerta, se cuela por la ventana.

(8) Su alegado abandono de la pequeña y mediana empresa es una acusación posterior, salida del análisis de las consecuencias inmediatas de los episodios de tensión crediticia de los sesenta, y recogida luego por los representantes autodesignados de ese inexistente colectivo.

(9) Cf. R. TAMAMES, La lucha contra los monopolios, 2.ª ed., Madrid, 1966; o, pasando al otro extremo del espectro político, el preámbulo de la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca (L. 2/1962, de 14 de abril) en sus párrafos referentes a la posición e influencia de la Banca.

(10) Ajuste que se lograba a través de los créditos con pignoración de fondos públicos. Contra lo que suele decirse, la utilización de esos créditos no era plena, sino que variaba en función de las necesidades de cada momento.

(11) Sin contar las oficinas de la Caja Postal. Esa hipertrofia relativa no se traducía en mayores costes operativos, ya que las oficinas de las Cajas tenían mucho menos personal que las de los Bancos, al manejar un volumen muy inferior de cheques y letras de cambio.

(12) La autoridad reforzó ese control con medidas inspectoras y sancionadoras. Véanse las instrucciones al Banco de España y al Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorros contenidas en la Orden de 10 de octubre de 1964. Durante la década 59-69 se mantuvo invariado el esquema de tipos de interés bancarios, con un modesto reajuste alcista en 1967 (Orden de 25 de noviembre) que no los llevó a niveles de mercado libre.

(13) La Ley 13/1966 autorizó al Ministerio de Hacienda a establecer techos activos máximos, facultad que no se utilizó hasta 1969 (O. M. de 21-VII-69).

(14) Cf. R. POVEDA, «Los circuitos privilegiados del sistema crediticio», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 3, 1980.

(15) A mediados de la década de los sesenta la gama de tipos legales de los préstamos obligatorios era 4,5/5,5, y la de los libres 5/6. Cierto que aquéllos eran máximos, y éstos mínimos.

(16) D. L. de 10 de agosto de 1959; se trata de una medida de reactivación coyuntural después del Plan de Estabilización, que estimularía la inversión. La autorización genérica se extendió a los tres años en el caso de los Bancos industriales (D. L. de 29 de noviembre de 1962).

(17) Este aspecto de la especialización se completa prohibiendo a los Bancos comerciales de nueva creación la tenencia de valores industriales (D. 1.312/1963, de 5 de junio) y limitando las de los ya existentes que, junto con el activo real, no pueden exceder del capital y las reservas (D. L. 56/1962, de 6 de diciembre). Lo que produce, con otras causas, un fuerte aumento

de las emisiones de capital bancario en los años siguientes.

(18) D. L. 8/1966, de 3 de octubre, y O. M. de 17 de octubre (ahorro vivienda), O. M. de 20 de octubre de 1966 (ahorro bursátil) y O. M. de 15 de julio de 1968 (ahorro pesquero).

(19) D. L. de 30 de abril de 1964 y O. M. de 5 de junio.

(20) Después de la reforma financiera de 1962, y durante algún tiempo, las autoridades bloquearon la absorción de Bancos pequeños y medianos por grandes.

(21) Esa corriente doctrinal alentó, dentro del mundo oficial, en la SGT del Ministerio de Comercio y en el Servicio de Estudios del Banco de España (don Juan Sardá fue un crítico severo de la reforma de 1962; sus sucesores manifestaron pronto una postura liberal en materia de tipos de interés y de circuitos privilegiados, que se fue acentuando a medida que progresaba el *boom* de la financiación intervenida). Los informes de los organismos internacionales adoptaban el mismo punto de vista en esas materias (repásese el capítulo 7, «Política monetaria» del informe del BIRD, *El desarrollo económico de España.* OCYPE. Septiembre 1962; y, por supuesto —olvidando su desorientador título— el de la OCDE, *Le marché financier. Les mouvements internationaux capitaux. Les restrictions sur les operations de capital en Espagne,* Paris, 1971). De otros círculos, véase la misma actitud general en R. TRIAS FARGAS, *El sistema financiero español,* 1970.

(22) R. POVEDA, *op. cit.,* pág. 117; R. POVEDA, «Política monetaria y financiera», en L. GAMIR, *Política Económica de España,* Madrid, 1980, págs. 91 y ss. y págs. 115 y siguientes.

(23) Para una descripción y análisis profundos, véase la serie de los Informes Anuales del Banco de España. Cf., también, R. POVEDA, «Política monetaria y financiera», *op. cit.,* págs. 123 y ss.

(24) Ordenes Ministeriales de 2-XII-70 y 15-XII-71.

(25) Iniciados en 1974. Ver Circular a la Banca privada, n.° 91, de 4-VII-74.

(26) Iniciados en 1973 (O. M. 3-III-73) en su forma moderna, de emisión a tipo libre. Los precedentes anteriores (los pagarés del Tesoro de marzo de 1969, o los bonos de enero de 1973) a tipo fijo y no de mercado, no reunían las condiciones requeridas para la nueva instrumentación de la política monetaria.

(27) Basados en el D. L. 22/1960, de 15 de diciembre, se aplican desde 1979 (O. M. C. 20-XII-78 y O. M. 27-IV-79).

(28) En su forma pura, el mecanismo prescinde de cualquier orientación por las autoridades a las entidades de los niveles de crédito convenientes. Naturalmente, ha habido impurezas, sea porque las entidades piden tales orientaciones, sea porque las autoridades se impacientan por la lentitud con que el mecanismo reacciona, y lo «ayudan» dando indicaciones a los Bancos. El valor de tales ayudas ha sido escaso; en ocasiones han provocado una reacción excesiva, acentuando las oscilaciones que se pretendía planchar. Ver POVEDA, «Política monetaria y financiera», *op. cit.,* págs. 125-126.

(29) La necesaria autorización al Banco de España para operar a tipos libres con las entidades de crédito se recoge en una O. M. de 23-VII-77, que sólo exceptúa al tipo de redescuento o básico (ver *infra);* de hecho el Banco estaba ya actuando a tipo libre mediante comisiones más o menos artificiosas.

(30) O. M. de 24-IV-69.

(31) Ordenes Ministeriales de 27-VII-69.

(32) O. M. C. de 23-X-69.

(33) Tal vez la autoridad, siempre preocupada por la falta de financiación a largo plazo, pretendía, al fijar los tipos a corto y liberarlos a largo, fomentar la oferta de estas últimas operaciones.

(34) O. M. de 19-X-71.

(35) O. M. de 23-I-81 por la que se regulan las cuentas extranjeras en pesetas convertibles.

(36) O. M. de 26-VII-73.

(37) O. M. de 9-VIII-74. Tras su liberación, esos depósitos reciben remuneraciones entre 7 y 9,5 por 100, según plazo, importe y entidad depositaria.

(38) O. M. de 29-II-72.

(39) En 1979 las comisiones sobre efectos equivalían al 64 por 100 de los intereses, y colocaban el coste efectivo *medio* del descuento en 14,5 por 100, esto es, 5,5 puntos por encima del interés «legal».

(40) Ordenes Ministeriales de 9-VIII-74 y 23-VII-77.

(41) Otro motivo de esos traspasos fue poner en orden la situación fiscal de los extratipos, tras la reforma fiscal de otoño de 1977 (que implicó entre otras cosas la creación del delito fiscal y la ruptura del secreto bancario en las cuentas corrientes).

(42) O. M. de 17-I-81.

(43) Por otra parte, el legislador se preocupa de la eficacia de los controles subsistentes, y establece serias penalizaciones de interés para quienes pretendan cancelar anticipadamente sus imposiciones, al tiempo que, navegando contra corriente, prohíbe los regalos en especie a los depositantes en instrumentos de tipo controlado. También procura dar seriedad a los C. D. transformándolos en los instrumentos de mercado monetario que se supone deberían ser; para lo cual les impone unos nominales de un millón o múltiplo de millón.

(44) En julio de 1973 los de la Banca y Cajas aumentan un punto. En agosto de 1974 los de las Cajas, no los de la Banca, vuelven a incrementarse otro punto. En julio de 1977 hay aumentos de 0,6 a 1,1 pun-

tos en el crédito a la exportación, y las demás operaciones pasan a percibir entre 9 y 11 por 100, según plazo (pero la financiación de buques retrocede en 1978 al 8 por 100). En agosto de 1979, los créditos para bienes de equipo de los Bancos suben un punto más; esa vez no se tocan los de las Cajas (quizás porque éstos se benefician en ese momento de una reducción relativamente mayor de sus coeficientes de inversión). En enero de 1981 se igualan al 12 por 100 todos los créditos especiales de las entidades de depósito, salvo los de buques y exportación, pero dentro de estos últimos, los llamados de capital circulante de empresas exportadoras, la línea más voluminosa (y menos eficaz) del crédito a la exportación, se encarece dos puntos, al 10 por 100. Una Orden de 12 de noviembre de 1981 eleva el resto de las operaciones de exportación (salvo buques) a niveles entre el 10 y el 11,25 por 100, según países de destino.

(45) O. M. de 17-IV-79. Formalmente no es un coeficiente, sino un depósito obligatorio sin interés en el Banco de España que han de constituir los Bancos privados, y que se puede «rescatar» con créditos a tres años. En enero de 1981 (O. M. 17-I-81) este «coeficiente blando» se eleva del inicial 1,8 por 100 al 7 por 100 de los pasivos computables en el coeficiente de caja, más un 10 por 100 de los bonos de caja y obligaciones, imponiéndose a las Cajas de Ahorros unas obligaciones equivalentes, por el 10 por 100 de los pasivos.

(46) Aunque subieron del 5,25 de los años sesenta a 7/7,5 en 1974. Posiblemente la rentabilidad para las Cajas tomadoras era de medio punto a punto y medio superior gracias a las comisiones y descuentos de colocación exigidos.

(47) Los tipos progresaron, entre 1974 y 1975, de 9 a 13,5 por 100, nivel que se mantiene posteriormente.

(48)De 6,25 hasta 7,75, en términos de rentabilidad nominal neta para el tomador.

(49) Cf. Banco de España, *Informe Anual 1977,* págs. 314-315. En julio de 1977 se suprimió la Junta de Inversiones, y se limitó la computabilidad, ahora automática, a los valores públicos y, entre los privados, sólo a las obligaciones de la Telefónica y las empresas eléctricas. Ello redujo los desequilibrios del «mercado», pero no los eliminó por completo. Sigue viva la práctica de los descuentos de colocación.

(50) A comienzos de 1981 se sube a 7,25 por 100.

(51) Su tipo en 1980 es 11,5 por 100 nominal, y su rentabilidad real algo mayor.

(52) El 12/12,5 por 100 nominal de las últimas emisiones viene suplementado con fuertes desgravaciones fiscales. Por ejemplo, la emisión de julio en 1979, al 12 por 100, rentaba un 23,3 por 100 para un particular que pudiera aplicarla a la desgravación por inversión en el impuesto sobre la renta; a una sociedad le rentaría el 19 por 100 (ver Banco de España, *Informe Anual 1979,* pág. 246).

(53) Sobre este punto, ver F. EGUIDAZU, *Intervención monetaria y control de cambios 1900-1977,* Madrid, 1978, cap. 10.

(54) Circular 130 del IEME, de 4-VIII-52.

(55) Circulares 238 y 242 del IEME, de 11 de diciembre de 1967 y 22 de febrero de 1968, sobre cuentas de divisas convertibles admitidas a cotización en el mercado interior.

(56) La regulación posterior de las cuentas en divisas de no residentes (Circulares del Departamento Extranjero del Banco de España números 3, de 12-VII-74, y 9, de 22-I-79) introduce ciertas restricciones al volumen total y al riesgo individual de las operaciones en moneda extranjera de los Bancos, imponiéndoles obligaciones de equilibrio de activos y pasivos por plazos y monedas. Se trata de normas de prudencia bancaria que no restringen en lo fundamental las posibilidades abiertas en 1967-68.

(57) Cf. R. POVEDA, «Política monetaria y financiera», op. cit., págs. 106-115.

(58) De unas 200 oficinas anuales, en promedio, se pasa a 453 oficinas en 1972 y 508 en 1973. Un alto porcentaje de esas nuevas oficinas se centra en las grandes ciudades (Madrid y Barcelona), mal atendidas por los Planes. Cf. POVEDA, *ibid.,* páginas 107-108.

(59) Originalmente no podían abrir más de cuatro. La Ley de Crédito Oficial (L. 13/1971, de 19-VI) subió la cifra a un mínimo de seis. La posterior reglamentación de la Ley (O. M. de 10-I-72) no se atrevió a pasar de ese mínimo, y además, a razón de una oficina por año.

(60) D. 2.245/1974, de 9-VIII, y O. M. de 20-IX-74 para los Bancos, y O. M. de 7-II-75 para las Cajas.

(61) O. M. de 20-XII-79.

(62) R. D. 1.338/1978, de 23-VI.

(63) O. M. de 9-VIII-74.

(64) Reales Decretos 3.047/1977 y 3.048/1977, ambos de 11-XI.

(65) R. D. L. 5/1978, de 6-III.

(66) Circular a la Banca privada, número 157, de 15-XII-78, y a las Cajas de Ahorros, n.° 39, de la misma fecha.

(67) Circular 172, de 13-VII-79.

(68) R. D. L. 4/80, de 28 de marzo, y R. D. 567/1980, de igual fecha.

(69) Cf. R. POVEDA, «La gestión del crédito y la tesorería en las entidades bancarias españolas», Intermoney, *IV Jornadas de Mercado Monetario,* Madrid, 1977.

(70) Sobre el inestable comportamiento del mercado interbancario en los primeros años de su funcionamiento, consecuencia probable de esa desconexión, ver R. POVEDA, «Los tipos de interés en el mercado monetario español», Intermoney, *II Jornadas de Mercado Monetario,* Madrid, 1975. Cf. también P. MARTINEZ MENDEZ, *El control monetario a través de la base monetaria:*

La experiencia española, Banco de España, Servicio de Estudios, «Estudios Económicos», n.° 20, 1981.

(71) La ayuda no fue sólo moral. La creación del servicio telefónico del mercado interbancario (abril de 1976), que permite a las entidades de depósito operar en el mercado mediante simples llamadas telefónicas al Banco de España, supuso un apoyo técnico importante. Otro apoyo ha sido la creación de una base informativa rápida, para utilización de los operadores del mercado.

(72) El interés por los bonos del Tesoro en 1981, sin embargo, viene parcialmente explicado por no aplicarse a estos efectos el ITE, que sí grava en cambio los préstamos interbancarios, anulando la posibilidad de hacer arbitraje, o trabajar sobre márgenes. El desafuero se produce en la Ley 6/1979, sobre Régimen Transitorio de Imposición Indirecta.

(73) En 1975 la red bancaria creció un 35 por 100; en 1976, un 20 por 100. Posteriormente el crecimiento se ha estabilizado en torno a tasas del 10 por 100.

(74) La expansión ha venido acompañada de una disminución del tamaño medio de la oficina en número de empleados, de manera que la plantilla de la Banca está creciendo a una tasa muy inferior a la de la red. El sector bancario español no ocupa, en las comparaciones internacionales, un porcentaje demasiado alto de población. La presión de los gastos administrativos sobre los márgenes de intermediación se ha estabilizado en los últimos dos o tres años.

(75) A su vez los clientes han aprendido a discriminar entre los Bancos, exigiendo una «prima de riesgo» a los Bancos de peor imagen.

(76) En diciembre de 1970 los depósitos a plazo suponían un 32 por 100 de los depósitos totales de la Banca, y los CD representaban el 1,7 por 100 de los depósitos a plazo. En 1975 esos porcentajes eran 35,5 y 12,6 por 100, respectivamente. En 1980 habían pasado a 50,1 y 29,7 por 100.

(77) Cf. Banco de España, «Los resultados de las entidades de crédito en 1979», *Boletín Económico,* abril 1980.

(78) En diciembre de 1970 el descuento comercial representaba el 47,8 por 100 del crédito del sistema crediticio al sector privado; en 1975, era el 45,9 por 100; en 1980, el 37,2, con una caída de más de cinco puntos precisamente en el último año.

(79) Las Cajas de Ahorros obtuvieron la facultad para descontar efectos solamente en 1977 (R. D. 2.290/1977, de 27 de agosto, art. 20), tras reclamarla largamente. Su entrada efectiva en esa técnica o campo de la financiación está siendo cautelosa.

(80) Es claro que la ganancia de costes administrativos que pueda reportar a la Banca la sustitución de las letras por otras formas de crédito no es neta. El hueco que dejan aquéllas como instrumento de cobro debe ser llenado por otros instrumentos, también bancarios, y también con sus costes administrativos (transferencias, talones y cheques, recibos y otras órdenes de pago). Por tanto la ganancia en costes sólo se producirá en la medida en que la administración y gestión de esos instrumentos pueda ser más eficaz que las de la letra.

(81) Supongamos una comisión del 1,5 por 100, que implica, sin afinar cálculos, un encarecimiento del 6 por 100 anual sobre una cartera de efectos que se descuenten sistemáticamente a tres meses; lo que, con un tipo nominal del 9 por 100, lleva a una rentabilidad para el Banco, y a un coste financiero para el cliente, de 15 por 100. Sucede que la duración media real del descuento de los efectos comerciales, es setenta días (el *Informe de Gestión de 1980* del Banco Popular la cifra en setenta y tres días). Ello hace que la comisión se cobre no cuatro veces, sino cinco al año, y que la rentabilidad o coste suba un punto y medio, a 16,5 por 100. Pero el 20 por 100 de los efectos (según la misma fuente) se descuenta por plazos no superiores a un mes: tales efectos soportan una carga anual por comisiones de 18 puntos, y un coste financiero total de 27 por 100. La O. M. de 17-I-81 limita las comisiones de cobranza al 0,4 por 100 en efectos domiciliados, y 0,7 por 100 en los no domiciliados.

(82) El Banco de España aclaró que esas cláusulas de revisión deberían operar en ambos sentidos, no sólo al alza. Circular a las Cajas de Ahorros n.° 10, de 2-IV-74, norma segunda (reiterada en la Circular 11, de 12-VIII-74, norma primera).

(83) La normativa reglamentaria trata de impedir la activación de tales cláusulas, prohibiendo de modo expreso la aplicación de los nuevos máximos a las operaciones ya formalizadas con anterioridad. Ese es, por ejemplo, el critero de la O. M. de 17-I-81. Esa protección a los prestatarios quizás sea innecesaria en operaciones que, después de todo, devengan tipos de favor.

(84) Se apoyan inicialmente en una comunicación del Banco de España al Consejo Superior Bancario de 30 de octubre de 1979, en la que aquél considera que tales operaciones no son contrarias a la normativa y disciplina bancarias. Posteriormente la O. M. 17-I-81 les da carta de naturaleza, encomendando su regulación al Banco de España (Circular 12/1981, de 24 de febrero).

(85) En septiembre de 1981, los préstamos a tipo variable de la Banca extranjera contabilizan 180.000 millones de pesetas.

(86) En cuanto a los detalles de su instrumentación, los préstamos a tipo variable se configuran según la Circular 12/1981, y en la práctica precedente, como contratos a un año con períodos de fijación de tipos de entre una semana y tres meses (con predominio del mes) en los que el tipo efectivo se establece añadiendo un margen fijado en el contrato a un tipo de referencia que puede ser el coste de los

recursos interbancarios del Banco prestamista, o un tipo preferencial anunciado por él y cuyos movimientos deben en principio relacionarse objetivamente con la evolución del mercado. La aplicación de los tipos variables no es automática, ya que el cliente puede rechazar los que la entidad de crédito le propone al comienzo de cada período de intereses, debiendo entonces reembolsar en un plazo breve. Pero el Banco sí está obligado a sostener el crédito, sean cuales sean las condiciones del mercado (aunque podría concertar el cambio transitorio del tipo de referencia en condiciones excepcionales). Estas cláusulas tratan de restablecer la equidad en una fórmula contractual que, en principio, da muchos triunfos al prestamista, y que, por tanto, ha despertado recelos sobre su admisibilidad jurídica.

(87) Cf. Banco Popular Español, *op. cit.*, cuadros 21 a 23. Según esos datos, el tipo medio del descuento comercial de la entidad en 1980 fue 18,46 por 100; pero un 12,8 por 100 de los efectos tuvo un rendimiento inferior al 14 por 100, y un 19,3 por 100, un rendimiento superior al 20. El rango intercuartílico (que desprecia, por extremos, los rendimientos del 50 por 100 de las operaciones) sería 15-19,5 por 100; el rango total bien podría ser 10-30 por 100.

(88) Los primeros tipos de mercado publicados sistemáticamente, los del mercado interbancario, no fueron una buena referencia hasta 1980, dada su variabilidad. En 1979 *(Boletín Económico,* septiembre 1979) el Banco de España empieza a publicar las cuentas de pérdidas y ganancias de las entidades de crédito, lo que permite deducir (muy *a posteriori)* tipos medios contables, cuyo valor ha sido puesto en duda, en parte por las imperfecciones de los métodos contables, en parte porque no incluyen el efecto de retenciones y gastos suplidos. El Banco también ha publicado en su *Boletín Estadístico* algunos tipos activos a largo plazo declarados por las entidades (preferenciales y máximos en operaciones libres, y, luego, en las operaciones liberatorias del depósito especial del 1,8 por 100 impuesto por O. M. de 27-IV-79), pero el carácter poco típico de tales operaciones ha restado valor a esa información.

(89) El primer cuadro de tipos preferenciales da los siguientes valores (inferior, más frecuente, y superior), para las operaciones más típicas:

	Bancos	*Cajas*
Descuento a tres meses	11-15-19	9-14-17
Crédito a tres meses	8-15-17	11-14-17
Descuento a un año	14-16-19	10,6-15-21,5
Crédito a un año	9-17-20	11,5-14-17,5
Crédito a tres años	12-18-20	11,5-15-18,9
Descubiertos en c/cte.	15-20-24	12-17-21

Además muchos Bancos y algunas Cajas añaden tipos para el descuento a un mes (valor más frecuente, 11) y a dos meses (valor más frecuente, 13). Ese cuadro sugiere las siguientes observaciones: Primero, las Cajas son sistemáticamente más baratas que los Bancos, sobre todo en el medio y largo plazo (¿porque sus costes financieros y de transformación son institucionalmente menores; o porque su tradicional dedicación a cierto tipo de créditos reduce su demanda efectiva de crédito; o por una especial actitud ideológica?). Segundo, los valores preferenciales más bajos y más altos declarados por alguna entidad presentan diferencias abisales (¿a quién prestarán los caros, cómo se espantarán la clientela los baratos?). Tercero, los tipos del descuento y del crédito a igual plazo no son congruentes, si se piensa que el descuento se liquida por anticipado, a diferencia del crédito (en las Cajas, ya el *nominal* más frecuente del descuento a un año es superior al nominal más frecuente del crédito). Cuarto, los descubiertos en cuenta corriente muestran un nivel claramente penal (aunque debe advertirse que en este caso el tipo marcado no es un preferencial, sino un tipo escoba a aplicar a los descubiertos casuales o sin acuerdo específico). Quinto, la rápida gradación descendente del descuento comercial por debajo de los tres meses implica que los Bancos tratan de igualar el coste total de la financiación (intereses más comisiones de cobranza, estas últimas independientes del plazo e iguales para todos): lo que implica que, o bien las comisiones de cobranza fijadas son ampliamente superiores al coste del servicio de cobro, o bien los Bancos han decidido regalar ese servicio.

(90) O. M. de 23-VII-77, número cuatro, y Circulares del Banco de España, 142 a la Banca privada, 24 a las Cajas de Ahorros y 11 a las Cooperativas de Crédito, todas de 30 de septiembre de 1977.

LA BANCA EXTRANJERA EN ESPAÑA

El presente artículo, del que es autora **Pilar Alvarez Canal,** contiene dos partes bien diferenciadas. La primera de ellas hace referencia al tratamiento legal de la inversión extranjera en empresas bancarias, y pone de relieve la disparidad de trato de aquellas inversiones que suponen la creación de una nueva entidad, frente a las que se destinan a la adquisición de un banco que estuviera ya operando en nuestro país con anterioridad a 1972. La segunda parte contempla las repercusiones que se han derivado, para el sistema bancario español, de la autorización otorgada a la Banca extranjera para desarrollar sus actividades en España.

1. INTRODUCCION

EL proceso de liberalización de la economía española, iniciado al final de la década de los cincuenta, ha ido alcanzando en forma progresiva pero desigual a los distintos sectores económicos.

El sistema financiero en general y el sistema bancario, que ocupa una posición central en aquél, en particular, no han sufrido reformas profundas hasta tiempos bastante recientes.

Regulado por un conjunto de normas estáticas que se han conocido con el nombre de *statu quo* bancario, el campo en el que podían competir las distintas entidades del sistema estaba rígidamente acotado.

Con tipos de interés fijos para las operaciones de pasivo, la lucha en este campo —que sin embargo ha sido con gran diferencia el de mayor competencia— se ha limitado a procedimientos indirectos, aunque también haya que decir que muchas veces la competencia ha discurrido por el camino «ilegal» de los extra-tipos.

Las operaciones activas no han requerido en general mayor esfuerzo de parte de la banca porque, con un régimen de crédito barato, como el que se ha mantenido en España durante muchos años, y con una economía en expansión, el mercado era un mercado de demanda, donde la banca podía limitarse a seleccionar entre las peticiones de sus clientes aquellas que le ofrecían mayores garantías. La práctica imposibilidad de crear nuevos Bancos y la limitación, incluso del ritmo de apertura de oficinas, dejaba al sistema sin mayores alicientes para su transformación o perfeccionamiento.

En resumen, la banca española se ha limitado durante muchos años, bajo las normas del *statu quo,* a mejorar su eficacia interna dentro de unas normas de actuación rígidamente definidas para todos.

La liberalización del sector comenzó por medidas tales como la apertura de cauces para la autorización de nuevos Bancos y, paralelamente, la posibilidad de apertura por los ya existentes de nuevas oficinas. Pero, por esta vía, se hacía difícil introducir el revulsivo requerido para dar una nueva dinámica al sector. Se trataba de conseguir la instauración de nuevos instrumentos de crédito y servicios exigidos por una economía más desarrollada y con mayores vinculaciones internacionales.

Estos nuevos servicios venían siendo ya prestados por la banca internacional en los países más desarrollados y su inexistencia en España ponía a exportadores, fabricantes de bienes de equipo e inversores en general en una situación desventajosa frente a sus competidores internacionales.

La liberalización de las distintas operaciones posibles para la Banca era fundamental, pero la introducción de la concurrencia internacional era imprescindible si se deseaba crear unas condiciones en el sistema similares a las existentes en los demás países, con vistas a hacerlo igualmente eficaz.

A este principio de racionalidad económica, que abogaba en favor de la autorización a la banca extranjera para operar en España, se sumaba otro, que era la necesidad de adaptar paulatinamente nuestra normativa a la que rige en los países de la Comunidad Económica Europea, para la cual las directivas del Consejo de 28 de junio de 1973 y 12 de diciembre de 1977 señalan la libertad de establecimiento de los Bancos residentes en los restantes Estados miembros. La posibilidad de un proceso gradual es, naturalmente, mayor empezando en el pe-

ríodo previo a la adhesión, puesto que permite introducir cualquier tipo de cláusula de salvaguardia —como la limitación del crédito en pesetas— que se deseara para el período inicial y, probablemente, mantenerlas durante el período transitorio si se considerasen necesarias.

Las reticencias con que la banca nacional recibió el anuncio de la autorización a la banca extranjera para operar en España no tienen que extrañar y, en realidad, si se comparan con las presiones reales ejercidas por la banca de otros países en momentos similares, no parece que hayan sido excepcionalmente importantes. Por ejemplo, parece que la banca francesa presentó una oposición mucho más seria cuando se autorizó la entrada de la banca americana en aquel país. Dos razones han podido influir en este hecho:

La primera, que el momento elegido fue el adecuado y que una gran parte de la banca nacional ya estaba persuadida de que la apertura de la banca extranjera era inevitable, en parte, por la necesaria reciprocidad con otros países en los que la banca española llevaba algunos años realizando una importante expansión y, en parte, porque parecía imposible mantener la singularidad de España como único país de la OCDE en el que no podía operar la banca extranjera, si se exceptúan los cuatro Bancos que ya estaban establecidos.

La segunda razón pudo ser la valoración de un argumento de seguridad. Esto es, la garantía que la operatividad en España de banca extranjera podría proporcionar frente a las veleidades nacionalizadoras que pudiera tener cualquier gobierno en un momento dado. Si a esto se añade que la experiencia internacional demuestra que la banca extranjera operando en un país desarrollado no ha absorbido nunca cuotas sustanciales del mercado total, hay razones para pensar que fue éste un buen argumento para no realizar una oposición frontal a su establecimiento. Por otra parte, limitada la captación de pasivos, tanto por el número de sus oficinas como por el porcentaje máximo establecido, estos Bancos aparecían dependiendo de la oferta de pesetas procedente de la banca nacional a través del raquítico mercado interbancario existente.

En resumen, la autorización de la banca extranjera estaba basada en los siguientes principios:

- Conveniencia de aumentar la concurrencia.
- Necesidad de atender al principio de reciprocidad con otros países.
- Conveniencia de anticipar, en condiciones controladas, la experiencia de liberalización que exigirá la entrada en la CEE.
- Conveniencia de establecer un cauce adicional que facilite la canalización de recursos exteriores hacia la economía española.

De su funcionamiento se esperaban los siguientes efectos:

- Aumento de la prestación de servicios de financiación en divisas.
- Prestación de otros servicios adicionales a los que la banca nacional prestaba, en particular, mayor participación en la financiación a largo plazo.
- Y, sobre todo, aumento de la concurrencia y, consecuentemente, un aumento inducido de la eficacia en los servicios de la banca nacional.

A continuación, analizaremos la legislación sobre establecimiento, las autorizaciones realizadas a su amparo, y trataremos de evaluar los efectos reales sobre el sistema financiero que se han seguido de la entrada de estos Bancos en el sistema.

2. REGULACION LEGAL

Haciendo abstracción del establecimiento en España de la banca extranjera durante la segunda mitad del siglo XIX, que estuvo directamente vinculada a las leyes sobre «Banco de Emisión» y «Sociedades de Crédito» de 1856, y retrotrayéndonos a 1939, nos encontramos con que al final de la guerra civil existían en España únicamente cuatro entidades bancarias extranjeras: Crédit Lyonnais, Societé Générale de Banque en Espagne y Bank of London and South America, así como una sucursal del City Bank que fue cerrada a principios de los años cuarenta.

A partir de esa fecha, la primera reglamentación legal del tema que nos ocupa es la contenida en el Decreto de 17 de mayo de 1940, que prohibía la creación de nuevos Bancos y la expansión de los ya existentes, pero el propio Decreto recoge en su articulado una excepción importante al facultar al Consejo de Ministros para autorizar la creación de nuevos Bancos por razones de conveniencia o interés nacional. Es al am-

paro de este artículo 1.° que se dicta la Orden de 9 de mayo de 1941, por la que se autoriza la creación en España de una sucursal de la Banca Nazionale del Lavoro.

Pocos años más tarde, la Ley de Ordenación Bancaria de 1946 ratificaba esta disposición prohibitiva de la expansión bancaria —Disposición Transitoria 2.ª— y por tanto, el artículo 40 de esta Ley que se refiere a la obligatoriedad del cumplimiento, por las oficinas bancarias extranjeras, de la disciplina bancaria que establecen las leyes españolas, debe entenderse aplicable a las entidades bancarias extranjeras ya existentes.

La importancia de las medidas de política económica contenidas en el Decreto-Ley de Ordenación Económica de 1959, lleva aparejado el que por primera vez se aprecie la necesidad de regular la participación extranjera en el sector bancario. Esta preocupación queda recogida en la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca de 1962, al establecer textualmente el apartado *d)* de la base 7.ª: «Se regulará por el Gobierno, a través del Ministerio de Hacienda, el establecimiento de la banca extranjera fijando, en su caso, las limitaciones precisas y teniendo en cuenta, en lo que pudiera ser oportuno, el principio de reciprocidad.»

Aunque, como posteriormente se verá, a partir de 1962 son varias las disposiciones existentes relativas a la participación extranjera en el sector, el mandato contenido en la Ley de Bases no ha sido desarrollado por el Gobierno hasta 1978; esto es, al menos, lo que parece deducirse de la exposición de motivos del Real Decreto de 23 de junio del Ministerio de Economía. Pero, si bien atendiendo al título de este Real Decreto 1.388/1978, por el que se regula «la presencia en España de la banca extranjera», podría colegirse que el término «presencia» se refiere tanto a la creación de nuevos Bancos como a la participación en los ya existentes, la lectura del artículo 1.° parece dejarlo circunscrito a la primera de las alternativas. En efecto, dicho artículo precisa que el «establecimiento» en España de la banca extranjera podrá adoptar las siguientes modalidades: *a)* «Apertura» de oficinas de representación. *b)* «Creación» de Bancos filiales con personalidad jurídica española y capital suscrito al 100 por 100 por entidades bancarias extranjeras. *c)* «Apertura» de sucursales. A mayor abundamiento, en el caso de creación de filiales de Bancos extranjeros, el ámbito del Decreto queda reducido al caso de que el inversor extranjero sea una entidad bancaria y que la misma suscriba la totalidad del capital de la nueva sociedad, y por tanto, aquellas modalidades en las que el sujeto de la inversión sea una persona física o jurídica no bancaria, o que siéndolo no suscriba la totalidad del capital, deben de regularse por otras disposiciones.

El principal problema se plantea en el momento de determinar cuál es la legislación aplicable a la inversión extranjera en Bancos españoles cuando no se dan los supuestos recogidos en el Decreto 1.388/1978.

Ya antes se ha mencionado la dispersión de las normas que al respecto fueron promulgadas entre 1962 y 1978. Esta dispersión parece prueba irrefutable de la existencia de intereses contrapuestos dentro del sector y explicativa de la casuística recogida en las mismas.

Ordenadas cronológicamente, estas disposiciones son las siguientes:

- Orden de 21 de mayo de 1963: esta Orden, dictada en desarrollo del Decreto-Ley de noviembre de 1962 por el que se autorizaba la creación de nuevos Bancos industriales y de negocios, establecía, en su artículo 3.°, que en este tipo de Bancos podían participar otros Bancos españoles hasta el 50 por 100 de su capital social y Bancos extranjeros hasta un 50 por 100, también como máximo.

Ahora bien, este porcentaje del 50 por 100 respondía al límite de inversión libre, que, para la inversión extranjera en general, había sido establecido por el Decreto-Ley de Inversiones Extranjeras de 27 de julio de 1959, aunque con una diferencia sustancial, ya que este último Decreto permitía, en la generalidad de los sectores, rebasar este porcentaje, previa la autorización del Consejo de Ministros, en tanto que el límite de participación extranjera en Bancos industriales y de negocios debe de entenderse como límite absoluto, ya que el artículo 5.° del Decreto de 29 de noviembre de 1962 establecía tajantemente la prohibición de que en el capital de estos Bancos tuvieran participación otros en cuantía tal que excediera del 50 por 100.

La Orden anterior se refería únicamente a Bancos industriales, dejando al margen a los comerciales, y se reduce al caso de que el inversor extranjero sea una entidad bancaria.

- Decretos de 13 de enero de 1972 y de 9 de agosto de

1974, que derogan la Orden de 1963. Su objeto es regular la *creación* de nuevos Bancos, cualquiera que sea el carácter de los mismos y vienen a introducir una mayor complejidad en la materia.

En efecto, el Decreto de 1972 fijaba el límite de participación extranjera en el 15 por 100 del capital del Banco español, y el Decreto de 1974 precisaba además que dicho porcentaje debería de pertenecer únicamente a personas físicas, si bien en la Disposición Adicional del mismo se contempla la posibilidad de que por el Gobierno se autorice la creación de Bancos de «estatuto especial», por razón de la participación extranjera, en casos en que así convenga al interés nacional. De esta facultad ha hecho uso el Gobierno para autorizar la creación del Banco Arabe-Español y del Banco Hispano-Saudí (1).

Del contenido de las anteriores disposiciones, se deduce que no existe ninguna regulación clara para aquellos supuestos en los que se trata de:

- Participación extranjera en Bancos comerciales constituidos con anterioridad a 1972, o de Bancos industriales y de negocios que lo hubieran sido antes de 1963.
- Inversiones realizadas por una persona jurídica no bancaria, o que siéndolo no posea la totalidad del capital de la empresa española.

La Ley de Inversiones Extranjeras de 1974, recoge, en su Disposición Adicional 1.ª, aquellos sectores que se regirán, en lo que a participación extranjera se refiere, por sus disposiciones específicas, y cita en su apartado *h)* a las empresas bancarias. Parece deducirse, pues, que en todo lo no regulado por aquéllas, debería aplicársele subsidiariamente lo establecido en dicha Ley y serían inexistentes por tanto las lagunas legislativas que se acaban de mencionar.

Pero, como antes se ha dicho, la legislación general sobre inversiones extranjeras permite un porcentaje de participación libre del 50 por 100 y establece el mecanismo para superar este porcentaje, previa autorización administrativa; esto nos lleva a la paradoja de que, continuando en vigor el artículo 40 de la Ley de Ordenación Bancaria de 1946, la participación de Bancos españoles en otras entidades bancarias nacionales necesita de la previa autorización del Ministerio de Economía (antes del de Hacienda), en tanto que es libre la adquisición por Bancos extranjeros de un porcentaje igual o inferior al 50 por 100 de una entidad bancaria española.

Por otra parte, el Decreto 1.388/1978 establece unas condiciones bastante estrictas para el establecimiento en España de nuevos Bancos extranjeros. Condiciones que en el caso de los Bancos filiales (2) se refieren a:

- Un capital mínimo de 750 millones de pesetas más una prima de emisión del 100 por 100. Estas cifras son coincidentes con las exigidas en la creación de cualquier Banco comercial español cuando dicho Banco actúe en Madrid o Barcelona —en las restantes plazas el capital mínimo exigido es de 500 millones de pesetas—, si bien muy superiores a las exigidas en otros países. Es indudable la necesidad de establecer una cifra de dotación inicial que sirva de garantía a sus operaciones bancarias, pero dado que, implícitamente, el Decreto que comentamos concede gran importancia a la personalidad del inversor extranjero (imposibilidad de transferencia de acciones sin autorización del Banco de España) quizás resulte excesiva esa cifra de patrimonio en el momento de la constitución.
- Obligatoriedad de desembolsar el 50 por 100 del capital social y la totalidad de la prima de emisión en el momento de la constitución. Esta condición rige asimismo en la creación de cualquier otro Banco comercial.
- Establecimiento de un límite de financiación interior equivalente al 40 por 100 de sus inversiones en valores y créditos a entidades españolas públicas y privadas más los activos de cobertura del coeficiente de caja. De esta limitación se excluye la financiación obtenida en el mercado interbancario español.

Con esta condición se fuerza a este tipo de Bancos a obtener en el exterior la mayor parte de su financiación ajena, si bien es cierto que las limitaciones sobre captación y utilización de recursos en divisas, vigentes para la banca española en general, no son de aplicación a los Bancos extranjeros operantes en España.

- Límite máximo de tres agencias, incluida la oficina principal.
- La cartera de valores de estas entidades deberá estar integrada únicamente por fondos públicos o títulos privados de renta fija, aunque excepcionalmente, y por un período no superior a seis meses, podrán mantener acciones adquiridas en ejecución de deudas correspondientes a préstamos de buena fe.

Esta medida no pretende sólo evitar el control por estos Bancos de sociedades españolas, ya que dicho control necesitaría de la correspondiente autorización administrativa, según lo establecido por la Ley de Inversiones Extranjeras para las inversiones en cascada, sino a impedir cualquier participación en una empresa española. Excepcionalmente los Bancos filiales pueden, previa autorización, poseer la totalidad del capital de las sociedades dedicadas a la gestión de tarjetas de crédito, servicio de proceso de datos relativos al propio Banco, así como de aquellas otras que realicen tareas auxiliares de la función bancaria.

En la exposición de motivos del Real Decreto que estamos comentando se mencionan las ventajas que para la economía española se derivarán de la introducción en este sector de un mayor grado de competencia, pero parece innegable que las condiciones que se acaban de señalar se dirigen más a restringir el ámbito de actuación de la Banca extranjera, minimizando, por tanto, esa competencia, que a evitar —como se recoge en la misma exposición de motivos— que se produzcan desviaciones indeseables en la función asignada a estos Bancos. En orden a conseguir esta última finalidad podrían haberse establecido condiciones relativas al número de consejeros nacionales, a la obligación de reservar —en caso de quiebra o disolución— un determinado porcentaje de activos para satisfacer sus compromisos en España, etcétera. Por otra parte, y aunque sería preciso plantear previamente un problema legal de no fácil solución, es posible que los condicionamientos a la actuación en España de la banca puedan ser considerados práctica restrictiva de la competencia y, por tanto, nulos según lo previsto en la Ley 110/1963, sobre represión de estas prácticas.

Para finalizar con el Decreto 1.388/1978, es preciso reseñar que la Disposición Adicional 1.ª establece la posibilidad de que los Bancos españoles cuya participación extranjera hubiera superado el 25 por 100 del capital durante los dos últimos años pudieran adaptarse a lo previsto en este Real Decreto.

Estas características se daban sólo en el caso del Banco Comercial para América —el Bank of America poseía el 50 por 100 del capital— y su transformación en Banco español con capital íntegramente suscrito por un Banco extranjero fue acordada por el Consejo de Ministros de 5 de julio de 1979.

De lo hasta aquí expuesto se deduce, pues, que existen dos vías legales de penetración del capital extranjero en el sector bancario:

1.º Mediante la adquisición de un paquete de acciones mayoritario de un Banco español creado con anterioridad a 1972, que se realiza al amparo de lo dispuesto en la Ley de Inversiones y que no entraña otra dificultad que la de contar con la previa autorización administrativa, en tanto que la actuación de la entidad no sufre ningún recorte como consecuencia del cambio de titularidad de sus acciones.

2.ª Mediante la constitución de una nueva entidad cuyo capital pertenezca en su totalidad a un inversor bancario extranjero, en este caso el nuevo Banco se ve sometido a las limitaciones antedichas del Decreto de 1978.

Esta divergencia de trato legal se ha puesto de manifiesto recientemente con ocasión de la compra por el Barclays Bank del 63,2 por 100 de las acciones del Banco de Valladolid, acciones que desde hacía dos años estaban en poder de la Corporación Bancaria. La polémica se suscitó por ser ésta la primera inversión extranjera realizada a través de la primera de las vías apuntadas, en tanto que los restantes Bancos con capital extranjero —siempre con excepción de los existentes antes de 1936— habían seguido el camino más limitativo de la segunda modalidad (3).

Ahora bien, esta situación legal parece insostenible y se hace precisa la adopción de una norma, de rango adecuado, que regule de una vez por todas la participación extranjera en el sector bancario, sea cual fuere el carácter del inversor, el año de constitución de la entidad y sin tener en cuenta si la inversión se destina a la creación de un nuevo Banco o a la adquisición total o parcial de uno ya existente.

Además de esta necesaria unificación, la nueva legislación debería, teniendo en cuenta la futura integración española en la CEE, adaptarse a los principios que inspiran la legislación comunitaria, y ello no sólo por el hecho de que las condiciones del Decreto 1.388 puedan ser consideradas «práctica restrictiva de la competencia», sino también porque la autorización de la inversión extranjera al amparo de la legislación general sobre inversiones supone una actuación discrecional de la Administración.

CUADRO N.º 1

BANCA EXTRANJERA AUTORIZADA A OPERAR EN ESPAÑA

BANCO	Autorización inicio operaciones	Fecha de autorización	País origen de la inversión	Domicilio principal	CIFRAS EN MILLONES DE PESETAS: Cartera de Valores y Crédito total	CIFRAS EN MILLONES DE PESETAS: Total balance deducidas cuentas de orden
Deutsche Bank A.G.	A partir de su inscripción en el Registro	26- I -79	Alemania	Madrid	13.193	30.604
Dresdner Bank A.G.		26- I -79	Alemania	Madrid	27.287	33.160
Banque National de Paris		26- I -79	Francia	Madrid	28.166	52.020
Banque de Paris et de Pays-Bas		26- I -79	Francia	Madrid	10.704	26.570
Barclays Bank International Ltd.		26- I -79	Gran Bretaña	Madrid	13.306	19.496
National Westminster Ltd.		26- I -79	Gran Bretaña	Madrid	9.057	10.757
First National City Bank N.A.		26- I -79	USA	Madrid	16.292	43.216
The Chase Manhattan Bank N.A.		26- I -79	USA	Madrid	12.571	17.753
Manufactures Hannover Trust Co.		26- I -79	USA	Madrid	28.968	38.417
Morgan Guaranty Trust Co. of New York		26- I -79	USA	Madrid	20.293	30.464
Commerzbank A.G.	1-III-80	26- I -79	Alemania	Madrid	3.137	5.030
Banque de l'Indochine et de Suez.	1-III-80	26- I -79	Francia	Madrid	8.351	11.029
Algemene Bank Nederland N.V.	1-III-80	26- I -79	Holanda	Madrid	3.453	5.609
Continental Illinois National	1-III-80	26- I -79	USA	Madrid	13.711	21.233
Bank and Trust Co. of Chicago	—	—	USA	—	—	—
Chemical Bank	1-III-80	26- I -79	USA	Madrid	11.344	14.256
The First National Bank of Chicago.	—	6-VII-79	USA	—	—	—
Bankers Trust Co.	1-IX-80	6-VII-79	USA	Madrid	2.778	5.824
The Bank of Tokyo Ltd.	1-IX-80	6-VII-79	Japón	Madrid	3.950	5.403
Banco di Rome S.p.A.	1-IX-80	6-VII-79	Italia	—	—	—
American Express International Banking Co.	1- I -80	6-VII-79	USA	—	—	—
Midland Bank Ltd.	1- I -80	6-VII-79	Gran Bretaña	—	—	—
Banco Comercial para América	—	6-VII-79	USA	Madrid	20.979	29.680
Banco do Brasil	—	7- IX -79	Brasil	Madrid	3.633	14.144
Banco Exterior de los Andes y de España (sucursal) (1)	—	19- I -80	—	—	—	—
BANCA EXTRANJERA EXISTENTE:						
Credit Lyonnais	—	—	—	—	71.645	114.185
Banca Nationale del Lavoro	—	—	—	—	5.541	7.801
Societé Générale de Banque	—	—	—	—	44.576	105.025

(1) Participado por el Banco Exterior y varios Bancos de los países andinos.

3. BANCOS EXTRANJEROS AUTORIZADOS A OPERAR EN ESPAÑA

Se recoge en el cuadro n.º 1 la relación de los Bancos extranjeros autorizados a operar en España —tanto los ya existentes como los que lo han sido al amparo de la legislación de 1978— y sus cifras de crédito total y balance total.

Con la excepción señalada del Banco de Valladolid y la del Banco Comercial para América, que adoptó la forma jurídica de «Sociedad Filial», las restantes entidades bancarias autorizadas han adoptado la forma de «Sucursal», y ello no sólo porque la inversión exigida es mucho menor —la dotación inicial es en este caso de 750 millones de pesetas, frente a los 1.500 millones que, en concepto de capital más prima de emisión, son necesarios para la creación de un Banco filial— sino también por las mayores facilidades operativas que comporta esta modalidad. Se evitan, en efecto, las refinanciaciones y garan-

tías derivadas de su actuación internacional y que deberían ser prestadas por la matriz, mientras que en el caso de la sucursal, al no poseer una personalidad jurídica independiente de la matriz, es el Banco extranjero el que opera con la plena responsabilidad patrimonial.

Tramitación de solicitudes

El Ministerio de Economía es el organismo encargado de elevar, para su aprobación por el Consejo de Ministros, las solicitudes de creación de Bancos extranjeros; no obstante, el Banco de España, haciendo uso de las facultades que le fueron atribuidas por la Orden de 27 de octubre de 1962, es el encargado de recibir las solicitudes e instruir el oportuno expediente.

Para su resolución por el Consejo de Ministros es necesario asimismo el informe previo del Banco de España y del Consejo Superior Bancario.

La documentación exigida es similar tanto si se trata de la creación de una sociedad filial como de una sucursal y menos exhaustiva en el caso de las oficinas de representación.

En los dos primeros casos, los datos a facilitar se refieren tanto al Banco solicitante —copia de su escritura de constitución, estatutos, personal directivo, accionistas, empresas en las que participe o filiales que posea fuera de su país de origen, balances de los cinco últimos ejercicios y justificación de la existencia del principio de reciprocidad diplomática en el país de origen— como a la actuación del nuevo Banco en España —relaciones previas con entidades españolas, cuantía de sus operaciones financieras con el sector público y privado, actividades que se propone desarrollar en España y previsiones sobre las ventajas que su actuación podrá representar para la economía y las empresas españolas, balance tentativo de la futura entidad, estatutos, organigrama de personal, etc.—. En el caso de las filiales se exige además el justificante de haber depositado en el Banco de España un importe equivalente al 5 por 100 del capital social.

Tratándose de una oficina de representación los datos a facilitar se refieren únicamente a: representante en España, cifra de inversión, lugar de localización y balances de los tres últimos ejercicios.

4. APORTACION DE LA BANCA EXTRANJERA

Cuando han pasado poco más de dos años desde que el 26 de enero de 1979 se concedieran las primeras autorizaciones para que Bancos extranjeros operasen en España, puede hacerse un resumen preliminar de los efectos del funcionamiento de estas instituciones sobre el sistema financiero español.

Las cifras de la cartera de créditos de estas instituciones ya han sido incluidas en el cuadro n.° 1 al objeto de dar una idea de magnitud, pero lo que nos interesa aquí es verificar los efectos cualitativos que se han producido.

En el momento de iniciación de sus operaciones, la banca extranjera contaba con dos vías inmediatas de acción: el préstamo de fondos en divisas, trasladando el negocio anteriormente realizado por sus casas matrices a las sucursales en España, y la concurrencia al mercado interbancario para obtener fondos que prestar en pesetas. Esta segunda vía estaba reforzada por las relaciones preexistentes con los Bancos españoles, como explicaremos a continuación. Las restantes formas de captación de pasivo requerían un cierto tiempo.

La concesión de créditos en divisas era la actividad que venían desarrollando en España los Bancos extranjeros, prestando desde sus casas matrices, las más de las veces con el apoyo de una oficina de representación en España. En este sentido, la apertura de sucursales no tenía por qué significar gran novedad. Sin embargo, al menos en un sentido parece haberse producido una pequeña evolución. Al estar más cerca los Bancos de los clientes españoles, han podido ampliar sus préstamos en divisas a las empresas medianas, y así prácticamente todas las sucursales de Bancos extranjeros hacen operaciones en divisas para más de tres millones de dólares. Operaciones que antes, probablemente, estaban limitadas a empresas con capital extranjero.

Pero hay otro tema que requiere una clarificación a través de la realización del oportuno estudio; nos referimos a la influencia que han podido tener las sucursales en España en la disminución relativa de los *spreads* que se ha experimentado en el año 1980. Los índices comparativos de las condiciones de préstamos internacionales, que redactan distintas publicaciones especializadas, indican una mejora relativa en la posición de España con respecto a los demás países en 1980 en relación con 1979 y, sin em-

bargo, 1980 no ha sido un año especialmente brillante de la economía española.

Aunque la afirmación requiere una contrastación, no parece absurdo pensar que la mayor proximidad de los Bancos a sus prestatarios españoles ha permitido un mejor conocimiento de los riesgos y, consecuentemente, una disminución de los diferenciales, disminución que, por cierto, se ha extendido a los que aplicaba la banca nacional en este mismo tipo de operaciones y que en el pasado fueron considerablemente elevados.

Por lo que respecta a los préstamos en pesetas, y prescindiendo de la limitación legal de captación de pasivo, que es importante a largo plazo, pero no en el momento inicial por la lentitud en todo caso de este proceso, las sucursales sólo disponían del mercado interbancario, cuya estrechez era manifiesta y cuya historia anterior era capaz de desanimar cualquier financiación con esa base.

Sin embargo, la generalidad de los Bancos extranjeros que se han establecido en España mantenían previamente relaciones con Bancos españoles, tanto en calidad de corresponsales como por tenerles otorgadas líneas de crédito en el exterior. En correspondencia, cuando tales Bancos se han establecido en España han recibido —al parecer no siempre sin tensiones— líneas de crédito en pesetas. Esta situación ha tenido, probablemente, dos efectos. El primero, indiscutible, la ampliación del mercado interbancario. Esta ampliación se ha visto favorecida por la actitud del Banco de España, que ha propiciado una actuación equilibrada y sin brusquedades del mercado, que durante los dos años no ha sufrido alteraciones notables.

El segundo, una cierta mediatización de la acción de la banca extranjera por la nacional, reduciendo su agresividad para avenirse en cierta medida a las normas de concurrencia aplicadas entre los españoles, de los cuales, como queda dicho, dependían. Esta situación se ha visto reforzada por la rigidez de nuestro sistema de control de cambios, toda vez que no existía la posibilidad de cubrir una eventual situación de escasez de pesetas mediante un *swap.*

Pero, incluso dentro de este presunto ritmo lento de introducción de innovaciones, la banca extranjera ha comenzado a prestar algunos servicios adicionales.

Aunque no sea lo más importante, nos referiremos en primer lugar a la utilización de un instrumento financiero como es la introducción en Bolsa de letras de cambio aceptadas por el propio Banco. Esta fórmula, que ha venido funcionando a lo largo de todo el año 80, y que reproduce de alguna manera el mercado de «aceptaciones» que existe en otros países, ha permitido movilizar una serie de recursos al ofrecer un activo distinto de los existentes y atractivo para los inversores.

Este mercado se ha abierto por la iniciativa de varios Bancos extranjeros, que negociaron con la Bolsa la forma de operar, y en determinados momentos se ha visto limitado por distintas normas legales. Por ejemplo, el sistema estuvo amenazado por el límite máximo de avales que le era permisible otorgar a un Banco y que hoy ha sido ya ampliado a cuatro veces los recursos propios. En todo caso, habría que decir que la limitación de su cuantía a través del límite de avales no está muy justificada desde el punto de vista teórico, toda vez que estos avales no implican la toma de un riesgo en el sentido normal de un aval, sino que constituyen un procedimiento de movilización de fondos. Otras instrucciones, posiblemente del Banco de España, han limitado las cuantías mínimas de las letras a comercializar, hasta el extremo de que hoy difícilmente se encuentran efectos de menos de 500.000 pesetas, eliminando así una clientela potencial.

Finalmente, la pretensión de introducir una fiscalidad adicional, al parecer debido a la dificultad de control para un hecho imponible, por lo demás perfectamente claro, el incremento patrimonial, también ha causado ciertos sobresaltos en el mercado.

En el cuadro n.° 2 se recoge el volumen de letras en circulación, distinguiendo tanto por el tipo de Banco como por vías de colocación en el mercado.

Destaca, en primer lugar, un aumento ininterrumpido de este instrumento financiero, que en poco menos de año y medio de vida ha crecido en un 6.700 por 100. El porcentaje que del mismo corresponde a la banca extranjera ha venido descendiendo a lo largo del período, habiendo pasado de un máximo del 36 por 100 en febrero de 1980 a situarse en un 13 por 100 durante los últimos meses. Pero, a pesar de esa pérdida relativa de participación de la banca extranjera, la misma continúa siendo importante. A título de referencia, es preciso recordar que la cuota de mercado de estos

CUADRO N.º 2

MERCADO DE LETRAS
LETRAS EN CIRCULACION

	LETRAS EN CIRCULACION ENDOSADAS POR BANCOS (Millones de pesetas)					*PORCENTAJES DE LETRAS ENDOSADAS A TRAVES DEL MERCADO BURSATIL DE LETRAS*			
	Total	*Banca no industrial*	*Banca industrial*	*Banca extranjera*	*% Banca extranjera / Total*	*Total*	*Banca no industrial*	*Banca industrial*	*Banca extranjera*
1980:									
Enero	1.168	134	830	204	17	31,93	37,31	8,80	122,55
Febrero	2.284	619	847	818	36	39,93	50,89	9,56	63,08
Marzo	3.995	1.197	1.553	1.245	31	45,08	58,56	15,71	68,76
Abril	5.403	2.020	1.894	1.489	28	47,20	53,71	15,05	79,25
Mayo	9.480	4.691	2.490	2.299	24	39,39	32,32	20,48	74,29
Junio	13.554	7.207	3.065	3.282	24	36,57	26,93	23,78	69,68
Julio	17.592	9.820	4.308	3.464	20	37,94	23,23	31,92	87,18
Agosto	19.561	10.851	4.899	3.811	19	38,70	23,27	33,62	89,22
Septiembre	21.599	11.913	5.658	4.028	19	40,86	25,70	35,83	92,78
Octubre	27.019	15.147	7.217	4.655	17	39,26	24,62	36,93	90,57
Noviembre	32.076	17.902	8.736	5.438	17	37,70	24,66	35,30	84,48
Diciembre	36.535	19.684	10.867	5.984	16	41,29	26,04	43,58	87,30
1981:									
Enero	46.378	24.499	14.990	6.889	15	40,95	25,47	44,28	88,74
Febrero	54.407	28.766	18.526	7.115	13	41,97	24,10	52,06	87,94
Marzo	59.974	30.528	21.500	7.946	13	43,54	23,76	54,59	89,62
Abril	67.674	34.372	24.654	8.648	13	43,12	22,34	55,21	91,25

Fuente: «Boletín Estadístico del Banco de España», mayo 1981.

Bancos en lo que se refiere a recursos ajenos era, a fines de abril, de un 6,2 por 100.

Por otra parte, es de reseñar el hecho de que, en tanto que las letras puestas en circulación por la banca extranjera se canalizan casi exclusivamente a través del mercado bursátil, las emitidas por la banca española encuentran otros cauces de colocación.

Las discusiones previas sobre pólizas a tipo flotante se habían detenido siempre en la definición de un tipo de interés del dinero que sirviera de referencia. En ausencia de un mercado bien articulado de bonos del Tesoro o de Deuda Pública a corto plazo, sólo había dos alternativas utilizables: el tipo de interés del mercado interbancario o un *prime rate* de los propios Bancos.

El tipo de interés del mercado interbancario tenía mala presentación histórica, con precios altísimos y muy fluctuantes en los dos años anteriores, y la estrechez del propio mercado no parecía muy alentadora. Sin embargo, la utilización del *prime rate* resultaba más problemática, teniendo en cuenta los pocos medios de contrastación de su adecuación que existían y los problemas que ello podría crear con los posibles prestatarios. El mayor cuidado del Banco de España sobre el mercado interbancario, y el período de tranquilidad que siguió a esta intervención, permitió la instrumentación de las pólizas a tipo flotante sobre esta base de referencia, triunfando así, al parecer, la tesis de los Bancos extranjeros frente a los nacionales, que deseaban evitar esta referencia.

La mejora de este importante instrumento de financiación de la economía va inevitablemente ligada a una mayor ampliación de mercado de dinero. En este sentido, son importantes las nuevas normas legales recientemente promulgadas sobre el mercado interbancario. En particular, la entrada en funciona-

miento de las sociedades mediadoras, de nueva definición, puede ser una medida eficaz. Pero la limitación que se ha mantenido en cuanto a las entidades que pueden concurrir al mercado, y que lo sitúa más en la línea de un mercado interbancario que en la de un auténtico mercado de dinero, no parece la más adecuada, como tampoco lo es el hecho de que el impuesto de tráfico de empresas grave estas operaciones.

Otro nuevo servicio prestado por la banca extranjera es el «descuento sin recurso». Nos referimos, naturalmente, a la venta por una sociedad a un Banco de su papel comercial a riesgo y ventura del Banco. Esta operación, que creemos que nunca había hecho la banca española, viene en algunos casos forzada para la empresa con capital extranjero, bien por las normas del país de origen, bien por las exigencias de las auditorías. El tema es especialmente importante si se tiene en cuenta que la banca extranjera no parece estar aplicando medidas indirectas como, por ejemplo, el bloqueo de ciertas cantidades en cuentas especiales como forma de garantía.

En resumen, la banca extranjera, hasta ahora, no parece haberse limitado, como auguraban algunos, a entrar en la pugna por obtener pasivos en pesetas y a repetir la actividad que ya realizaban los Bancos españoles, ni tampoco a hacer de banquero de un más o menos reducido número de filiales españolas de empresas multinacionales a las que seguramente ya atendían en otros países, con ser ambas actividades lógicas. Además, ha continuado prestando aquellos servicios que venía realizando desde sus casas matrices incluso en mejores condiciones al estar más cerca del cliente. Como hemos visto, ha permitidio auxiliar incluso a la empresa mediana y, sobre todo, ha introducido algunos servicios adicionales a los que la banca española prestaba.

Sin embargo, al igual que ocurrió con la llegada de las inversiones extranjeras en otros sectores productivos, el efecto más importante parece estarse produciendo en el cambio de las formas de actuación de los propios Bancos nacionales, que no sólo permanecen atentos a la forma de actuar y a las innovaciones de sus competidores extranjeros, sino que reaccionan sumándose a la utilización de los nuevos instrumentos —como en el caso de las letras— que se introducen.

La banca española tiene, en general, una buena estructura y la reforma del sistema, con la liberalización de las operaciones y el acicate de la competencia extranjera, debe producir un cambio rápido e importante en su actividad, dejando de ser la gran maquinaria de captación de pasivo que, casi en exclusiva, fue en el pasado, para transformarse en la banca de prestación de servicios que hoy funciona en todos los países desarrollados.

NOTAS

(1) Recientemente, el Real Decreto 1.294/1981, de 5 de junio, limita este porcentaje del 15 por 100 y el requisito de que los accionistas deban de ser únicamente personas físicas, a los cinco primeros años de existencia del Banco. Cuando por el Ministerio de Economía y Comercio se conceda a estos Bancos la confirmación definitiva, las normas de aplicación serán las generales en la materia, es decir la legislación general sobre inversiones extranjeras.

(2) Esta contradicción no se plantea en el caso de las sucursales y oficinas de representación, ya que es la primera vez que estas modalidades son objeto de regulación.

(3) Este fue asimismo el camino seguido por la Banque Nationale de París para la adquisición de un paquete mayoritario de acciones de la Banca López-Quesada.

BANCA EXTRANJERA EN ESPAÑA: UNA EXPERIENCIA

Henri LAMARLERE

LOS grandes Bancos internacionales, instalados en Madrid desde hace muchos años mediante oficinas de representación, deseaban una *liberalización del sistema financiero español* que les permitiera ejercer una actividad semejante a la que desarrollan en las grandes plazas financieras mundiales.

Nuestra implantación en España se inició en 1965, y se realizó en varias etapas que nos llevaron a comprobar la importancia de este país para la Banca internacional, y que nos permitieron actuar con vistas a una mayor liberalización, con la cual se instalarían varios establecimientos bancarios extranjeros en España. En primer término, se creó una *oficina de representación* que desarrolló esencialmente operaciones de divisas y que, junto al montaje de créditos para financiar bienes de equipo franceses (créditos oficiales a la exportación en FF), constituía nuestra única actividad importante.

La primera empresa que creamos en España fue CONSEJO ESPAÑA, en 1971, filial al 100 por 100 del grupo *B.N.P.*, que se proponía ofrecer a nuestra clientela nacional e internacional servicios para-bancarios en el campo de fusiones de empresas y ayudas a la inversión extranjera. Más tarde, se formó EUROFIP (50 por 100 Banco Central, 50 por 100 *B.N.P.),* que es una sociedad financiera que nos permitió realizar nuestros primeros créditos en pesetas y montar operaciones de tomas de participación financiera momentánea. Pero, en un mundo donde la competencia bancaria es cada vez más dura, los «grandes» de la Banca mundial debían, teniendo en cuenta el papel de España en el comercio internacional, completar su estrategia europea y mundial instalándose en Madrid y, cuando fuera posible, en las plazas importantes del país.

Las disposiciones que constan en el Decreto de junio de 1978 limitan la actividad de los nuevos Bancos extranjeros, tanto en el número de sucursales autorizadas como en la posibilidad de colectar fondos ajenos. Al disponer sólo de tres sucursales, era materialmente imposible para la Banca extranjera captar un volumen de depósitos suficiente para responder a solicitudes de crédito importantes, sin arriesgarse a provocar un desequilibrio en la tesorería de estos establecimientos. Además, a la Banca internacional le resultaba casi imposible utilizar el crédito por descuento, porque exige un instrumento de recaudación que sólo poseen los grandes Bancos nacionales.

Los Bancos interesados han tenido que utilizar toda su imaginación para desarrollar su negocio con los recursos de que disponían. De ese modo, nació a principios de 1980, e impulsado por nuestro Banco, un nuevo contrato de crédito «Póliza Flotante», que permitía a los bancos extranjeros acceder de modo indirecto al mercado, desapareciendo, sin embargo, el riesgo anterior de un desequilibrio de tesorería. Por las mismas preocupaciones, se decidió desarrollar la fórmula de la introducción de letras en Bolsa.

Puesto que las características de la negociación de letras en Bolsa queda suficientemente explicada en otros dos artículos de este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA (1), voy a tratar de describir brevemente las principales características de la póliza de crédito a tipo flotante.

La «póliza flotante» es un crédito de tesorería, vigente durante un año, renovable, y relacionado directamente con el tipo de mercado monetario, al que hay que añadir un *spread,* único beneficio para el Banco. Se comunica al cliente, en cuanto lo pida, el tipo que se practica, así como el importe del *spread.* Sus objetivos consisten en responder a la falta de tesorería del cliente, en la medida que necesite (puede utilizarse de forma esporádica) y según los tipos que se practican. Sus principales ventajas son agilidad, sencillez, rapidez y, en consecuencia, máxima eficiencia.

Las modalidades de utilización de esta fórmula son sencillas. La póliza se concreta por la firma de un contrato entre el Banco y el cliente. Según los términos de ese contrato, el Banco pone a disposición del cliente la cantidad que solicita para solucionar sus problemas de tesorería del momento, si lo permite el mercado monetario y si el cliente acepta el tipo practicado. No es necesario que la

cantidad utilizada corresponda a la cantidad entera fijada al firmarse el contrato. Se pondrán a disposición del cliente las cantidades a utilizar, por simple llamada telefónica, confirmada por carta el mismo día. La duración del contrato es de un año, renovable por tácita reconducción.

En caso de no ser reembolsada cada utilización al vencimiento de ésta, el Banco de España ha dado su conformidad para que el plazo de gracia, o plazo de reembolso, sea idéntico al período de utilización, sin exceder un mes. Durante este período, se aplicará el tipo de mercado monetario día a día, más *spread* (superior al fijado en el contrato). El Banco se reserva además la posibilidad de denunciar el contrato en todo momento, en caso de que el beneficiario no respetara sus cláusulas, o no cumpliera sus obligaciones con terceros.

Gracias a esas innovaciones («Póliza Flotante», «Letras en Bolsa»), que la clientela acogió muy favorablemente, se palió parte de nuestro *handicap,* y conseguimos realizar operaciones de importes considerables. Esto explica que la Banca extranjera ocupe un lugar de importancia en el conjunto bancario y financiero español, a pesar de su joven existencia en España.

Con estos perfeccionamientos, el sistema bancario parece estar preparado para participar en la recuperación económica, en cuanto se haga notar, pero con la condición de que se resuelvan dos puntos importantes: la falta de verdaderos créditos a medio y largo plazo, y la escasa financiación para ayudar a los exportadores.

La creación de *Sociedades Mediadoras en el Mercado del Dinero* es un primer paso que ha de permitir la constitución de un mercado a medio y largo plazo, gracias a la técnica de la *transformación.* Será necesario, sin embargo, seguir en este camino para llegar a un sistema de créditos parecido al que existe en casi todos los países de la Comunidad Económica Europea.

Naturalmente falta aún mucho camino por recorrer, pero las realizaciones de estos dos últimos años nos permiten prever un futuro alentador en lo que se refiere a la sofisticación de las técnicas bancarias españolas.

NOTA

(1) Ver Francisco Javier Ramos Gascón, *El mercado bursátil de letras de cambio,* y José Fernández Alvarez-Castellanos, *Las letras de cambio en la Bolsa.*

LAS SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO

El mercado monetario en España está caracterizado por el reducido número de agentes en él operantes —Banco Emisor, Bancos y Cajas de Ahorros— y por la pobreza de activos negociados —básicamente, activos y pasivos del propio Banco Emisor. Estos rasgos obstaculizan dos de las principales misiones que en otros sistemas financieros desarrollados suele cumplir: por un lado, la negociación fluida y sin bruscas alteraciones en los tipos de interés de una serie de activos a corto plazo y solventes, susceptibles de constituir una segunda línea de liquidez para las instituciones de depósito; de otro, la instrumentación de la política del Banco Central y el suministro de información rápida y fiable sobre las condiciones imperantes en el mercado.

Precisamente estas razones parecen haber aconsejado al Banco de España el alentar un nuevo tipo de intermediario que, operando por cuenta propia, tendría como misión crear mercados secundarios para una amplia gama de activos financieros a corto plazo, tanto públicos como privados.

En este artículo, **Raimundo Ortega** intenta describir, primero, los rasgos históricos del desarrollo del mercado monetario español para enlazar, en un segundo apartado, con las características que el Banco de España ha pretendido imprimir a las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero (SMMD), al tiempo que describe, a modo de telón de fondo, las líneas básicas de los mercados monetarios inglés, francés, estadounidense y canadiense, así como sus instituciones más características. Cierran el artículo unas consideraciones sobre los peligros que esta experiencia de las SMMD puede encontrar en el futuro inmediato y sus vías de salida.

I. UN REPASO HISTORICO

AUN siendo arriesgado intentar fechar los primeros pasos del mercado interbancario, éstos pueden fijarse hacia 1971-72, cuando un grupo muy reducido de Bancos comenzaron a complementar sus políticas de tesorería mediante la cesión de saldos excedentarios en sus cuentas corrientes de efectivo en el Banco de España. Estas operaciones se instrumentaban con talones contra esas cuentas y como consecuencia de contactos directos entre los responsables de las respectivas tesorerías. A finales de 1973 el círculo de entidades operantes se había ampliado, pudiendo contabilizarse, según mis noticias, hasta veintitrés Bancos de diverso tamaño (1).

Más cuestionable es la inclusión como operaciones de mercado interbancario de las tradicionales «cuentas tesoreras» de las Cajas de Ahorros en la Banca. Se trataba de cuentas a la vista que en algunos casos llevaban implícito un acuerdo entre caballeros de dar un preaviso de veinticuatro horas para la disposición de los saldos, especialmente si la cuenta tenía un tipo que pudiera considerarse alto en relación con los habituales en esos momentos.

De todas formas, la importancia de los saldos de estas cuentas —en 1972 la media mensual de los mismos se elevaba a casi 74.000 millones de pesetas— hace que la consideración de tan sólo el 10 por 100 de éstos como fondos utilizados por los Bancos para compensar las fluctuaciones de su tesorería los convierta automáticamente en el canal más importante de los fondos que en pocos años constituirían el embrión del actual mercado interbancario.

De lo dicho hasta ahora se deduce que, en sus comienzos, las entidades operantes en el mercado interbancario se relacionaban directamente; esto es, sin utilizar los servicios de intermediarios. Cuando el mercado comenzó a ampliarse, tanto en instituciones participantes como en volumen de fondos negociados, se hizo sentir la necesidad de no revelar las respectivas posiciones en el mercado. En consecuencia, a principios de 1974 existían ya tres intermediarios o *brokers* que actuaban identificando las posiciones de oferta y demanda de los participantes

en el mercado, así como los precios a los cuales las entidades demandantes de fondos estaban dispuestas a tomar dinero, y poniendo en contacto después a las partes interesadas. Es decir, como tales intermediarios no tomaban posiciones y la remuneración de su actividad consistía en una comisión —diferente si la operación cerrada gracias a ellos era «día a día» o «a plazo» (2).

Otra característica del mercado interbancario español fue el que desde sus comienzos, y quizás como consecuencia de hallarse su germen en las operaciones desarrolladas entre un grupo reducido de Bancos entre los cuales solían existir relaciones de mutua confianza y elevada valoración del prestigio inherente a la palabra dada, las operaciones se realizaron sin mediar garantía alguna. Cuando en el otoño de 1977 comenzaron a difundirse en el mercado rumores sobre la existencia de instituciones bancarias en crisis, la reacción consistió en la aparición de «listas». Es decir, relaciones de Bancos a los que nadie prestaba en el mercado.

Una precisión cuantitativa de la importancia del mercado interbancario en sus primeros años es realmente difícil y los datos referentes a esas fechas han de manejarse con cautela, pues responden a muestreos y no a cifras contrastadas.

El cuadro n.º 1, que recoge el importe de las operaciones concertadas —téngase en cuenta que no se trata de los importes de las operaciones vivas en las distintas fechas; que sería mucho mayor en el plazo—, es suficientemente expresivo aun cuando los datos recojan una ruptura, debida a problemas de información estadística, entre 1977 y 1978. A partir de esa fecha, en la cual el Banco de España comenzó a recoger datos de las operaciones cruzadas a través de su servicio telefónico, el ascenso de los importes de las operaciones es espectacular, especialmente en el «día a día». En 1979 y 1980 se produce un cierto estancamiento debido a la implantación del gravamen del 3 por 100 del IGTE, observándose una clara recuperación desde finales de ese último año, ligada indudablemente a la entrada en el mercado de las sucursales de los Bancos extranjeros instalados en España recientemente.

CUADRO N.º 1

MERCADO INTERBANCARIO

(Medias de cifras diarias en miles de millones de pesetas)

AÑOS	OPERACIONES REALIZADAS		TOTAL
	Día a día	A plazo	
1974	5,8	0,8	6,6
1975	4,3	1,9	6,2
1976	4,9	2,7	7,6
1977	8,6	4,5	13,1
1978	35,7	5,4	41,1
1979	27,9	10,3	38,2
1980	39,9	11,3	51,2
1981 (*)	51,6	10,3	61,9

(*) Datos hasta el mes de agosto.

Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

1. El mercado interbancario y la instrumentación de la política monetaria

Hasta aquí se han descrito aquellos rasgos históricos referentes a lo que podrían calificarse de elementos institucionales del mercado interbancario, así como las peculiaridades instrumentales a través de las cuales el mercado fue desarrollándose. Pero existen dos elementos sin cuya comprensión e influencia no podría jamás narrarse la historia del mercado interbancario. Esos elementos constituyen las dos facetas de la instrumentación de la política monetaria que el Banco de España inició en la década de los años setenta; me estoy refiriendo al establecimiento del coeficiente legal de caja para los Bancos comerciales en diciembre de 1970 y para las Cajas de Ahorros en diciembre de 1971 —y a las sucesivas modificaciones en su forma de cómputo—, por un lado; por otro, al continuo proceso de mejora en las técnicas de intervención del Banco de España en el mercado de dinero. Permítaseme un breve repaso a ambos aspectos desde el prisma de su influencia sobre la evolución del mercado interbancario.

a) Coeficiente de Caja

Como es sabido, el antecedente del coeficiente de caja se halla en el llamado coeficiente de liquidez establecido por una Orden Ministerial de 26 de enero de 1963. La deficiente definición del mismo lo inutilizó como instrumento de política monetaria hasta su redefinición para la Banca comercial y mixta en diciembre de 1970.

Su definición legal ha experimentado a lo largo de estos once años diversas modificaciones, tendentes todas ellas a flexibilizar su cumplimiento y a reforzar su eficacia como instrumento monetario. Por lo que respecta a su cuantía, se ha pasado del 7,50 por 100 de los pasivos computables con que inició su andadura a comienzos de 1971 hasta el 5,75 por 100 actual —las Cajas de Ahorros iniciaron su cumplimiento a un nivel muy bajo, el 4 por 100, que permaneció invariable hasta septiembre de 1977, fecha en la cual, de acuerdo con la Circular 22 del Banco de España, se elevó del 4 al 5,50 por 100 mediante un aumento de 0,20 puntos en septiembre y aumentos de 0,10 puntos en los meses sucesivos, alcanzando el 5,50 en octubre de 1978. En cuanto a la forma de cómputo, la característica más destacada ha sido, sin duda, la sustitución del mantenimiento del coeficiente diario —impuesta por la O. M. de 1 de marzo de 1973— por unos promedios decenales que establecen un límite superior según el cual las cantidades de activos de caja, que en un día excedan en más de un punto porcentual el coeficiente legal establecido, se deprecian. A partir de abril de 1980, y rompiendo la simetría anteriormente vigente, no existe límite inferior, pues de esta forma resulta posible eliminar tensiones innecesarias en el mercado interbancario.

El resultado final de estos refinamientos en la exigencia del coeficiente legal de caja es que los Bancos y Cajas han ido reduciendo los excedentes que sobre el nivel obligatoriamente exigido mantienen, favoreciendo no sólo la instrumentación de la política monetaria —pues cuanto más reducidos sean los excedentes de caja del sistema bancario más sensible será la evolución de los tipos de interés a corto plazo a cualquier disminución de los mismos y más inmediata la reacción del sistema a la variación de los activos líquidos que el Banco de España impulse para moderar la expansión bancaria— sino el aporte de nuevos fondos al mercado interbancario.

b) Mejoras en las técnicas de intervención del Banco de España

Puede afirmarse sin jactancia que el Banco de España ha sido uno de los primeros Bancos centrales en definir los objetivos de su política monetaria en términos de tasas de crecimiento de la cantidad de dinero, así como de instrumentar su política mediante el control de los activos líquidos del sistema bancario.

El principal instrumento utilizado desde 1973 por el Banco de España para controlar la evolución de los activos de caja del sistema bancario ha sido la oferta de préstamos del Banco de España. Inicialmente esos préstamos se concedían a plazo de siete días a los Bancos, en proporción a sus depósitos en una fecha determinada, y a un tipo de interés que por regla general el Banco fijaba por debajo de los imperantes en el mercado interbancario. La consecuencia era que, sobre todo en momentos de tensión, las entidades aceptaban sin excepción los préstamos, los necesitasen o no en función de su propia situación de liquidez, pues así obtenían un beneficio. Dicho de otra forma, en aquellos años el mercado sustituyó al Banco de España en la tarea de redistribuir los fondos otorgados por éste desde los Bancos excedentarios hasta los deficitarios; se pagaba así un precio al mercado, injustificado como en seguida se verá, por conseguir mantener el control monetario.

Este hecho, junto a la evidencia de que el sistema de préstamos del Banco de España exigía la utilización de plazos mucho más cortos que el de semana generalmente empleado en el sistema de reparto, condujo en septiembre de 1977 a la sustitución de aquél por un sistema de subasta de préstamos a un día y a la introducción paulatina de las Cajas de Ahorros en los créditos de regulación monetaria —Circular 23 del Banco de España a las Cajas.

El sistema de subasta es suficientemente conocido como para requerir aquí una exposición del mismo. Hoy en día puede afirmarse que ha funcionado satisfactoriamente —en especial desde que a partir de 1979 se complementó con la oferta de Bonos del Tesoro como medio de drenar liquidez— en su tarea de asignar liquidez a las entidades necesitadas de ella, y que las acusaciones inicialmente vertidas sobre él de ser causante de las subidas y fluctuaciones experimentadas en

el mercado interbancario han mostrado ser claramente infundadas. A este tema dedicaré ahora mi atención.

2. La consolidación del mercado interbancario

Instaurado en septiembre de 1977 el sistema de subasta para el reparto de los créditos de regulación monetaria, fue inmediatamente atacado como causa de elevaciones en los tipos del interbancario. La acusación no pudo, sin embargo, mantenerse durante mucho tiempo. El tipo medio «día a día» que en septiembre estaba al 23,59 por 100, descendió en noviembre al 19,77 y al 13,64 por 100 en enero de 1978. El descenso fue, salvadas las diferencias de nivel, equivalente en los tipos «a plazo».

Sin embargo, la gran prueba para el nuevo sistema de instrumentación de la política monetaria se produjo en el verano y el otoño de 1978. Como consecuencia de la política de expansión crediticia mantenida por Bancos y Cajas —así como de las vacilaciones por parte del Banco de España respecto a la actitud a tomar—, los tipos «día a día» del mercado interbancario se situaron en los siguientes niveles medios: 31,38 por 100 en julio, 55,03 en agosto, 36,56 en septiembre, 53,44 en octubre y 51,80 por 100 en noviembre. En diciembre de dicho año empezaron a bajar y en febrero de 1979 estaban al 11,86 por 100.

Era inevitable que niveles tan elevados y fluctuaciones tan bruscas concitasen todo tipo de recriminaciones sobre la forma de instrumentar la política monetaria, olvidando que la auténtica causa residía en otra parte. En efecto, cualquier análisis desapasionado del tema debe aceptar que existían dos causas fundamentales en tal situación: una, el que la regulación de los tipos de interés pasivos de la Banca hacía que ésta pudiera soportar tipos muy elevados en lo que de hecho era una porción mínima de sus pasivos —los obtenidos en el mercado interbancario—, pues ello no se trasladaba al coste de los restantes pasivos y, por ende, no forzaba a una reconsideración rápida de su política de expansión crediticia; dos, el que difícilmente puede funcionar con eficiencia y flexibilidad un mercado monetario reducido tan sólo a dos tipos de instituciones —Bancos y Cajas de Ahorros— cuyas posiciones de liquidez suelen, generalmente, coincidir. Es decir, un mercado en el cual están excluidos los restantes intermediarios financieros y el sector privado (3).

Se ha llegado así a definir la situación de partida que el Banco de España analizó para proponer al Gobierno la creación de las SMMD. Este punto constituirá el tema del segundo apartado de este artículo.

II. EL MERCADO INTERBANCARIO Y LAS SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO (4)

Cabría caracterizar nuestro mercado como un mercado con pocos agentes operativos —básicamente, el Banco de España, los Bancos y las Cajas de Ahorros— y que, además, funciona con una gran escasez de activos negociables —de hecho, tan sólo activos (préstamos de regulación monetaria) y pasivos (depósitos de las entidades crediticias en el mismo) del Banco de España. Ello confiere una acusada inestabilidad a los tipos de interés e impide que el Banco emisor pueda influir con flexibilidad en la liquidez del sistema actuando sobre los precios de los activos a corto plazo que en un mercado amplio acostumbran a negociarse.

Esa situación es consecuencia de la peculiar evolución histórica de nuestro sistema financiero. Por un lado, las autoridades monetarias, con su política de regulación de tipos de interés y su resistencia a la creación de deuda pública a corto plazo, no han propiciado la aparición de activos a corto negociables en el mercado de dinero; de otro, las entidades crediticias, que no veían con buenos ojos la aparición de un activo del Tesoro competitivo con sus propios pasivos, han mantenido simultáneamente prácticas en la remuneración de sus depósitos causantes de distorsiones profundas en el mercado de dinero.

Desde este punto de vista, la reforma de los mercados monetario e interbancario pasa obligatoriamente por la creación de una deuda a corto plazo abierta a todo tipo de suscriptores que, al tiempo que facilitaría la política de control monetario, suministraría la seguridad jurídica de que hoy en día carecen las operaciones del mercado interbancario, con la consiguiente fragmentación del mismo. Pero, paralelamente, debería propiciarse la aparición de mercados secundarios fluidos para una serie de activos privados que pudiesen llegar a cons-

tituir una segunda línea de liquidez de las instituciones crediticias.

Estas consideraciones constituyeron la base de las propuestas que a mediados de 1980 el Banco de España elevó a la consideración del Gobierno y que se traducían en la conveniencia de alentar la aparición de un tipo peculiar de entidad dedicada a prestar unos servicios financieros muy concretos —entidades por otra parte existentes en los principales mercados de dinero del mundo—; esas entidades son las que se han denominado Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero (SMMD).

Cabe, sin embargo, hacerse la pregunta de si no era posible tal empeño contando con los agentes actualmente operantes en los mercados monetario e interbancario.

Los primeros candidatos para desarrollar el mercado eran, sin duda, los Bancos y las Cajas de Ahorros. Aun cuando nada impide en teoría que ambos creen el mercado, la lógica y la experiencia indican que no parece fácil que así sea. Si tomamos como ejemplo un activo de carácter público tal como los Bonos del Tesoro, veremos que desde abril de 1980, fecha a partir de la cual hubiera podido empezar a funcionar un mercado secundario de esta clase de activo entre Bancos y Cajas, nada han hecho hasta muy recientemente las entidades de depósito para fomentarlo, aun contando con ventajas objetivas para ello. Otro tipo de razones explican la inexistencia de un verdadero mercado secundario de Certificados de Depósito de Bancos y Cajas. Acaso las medidas legales contenidas en la O. M. de 17 de enero de 1981, al hacer muy difícil y arriesgado el mantenimiento de las antiguas prácticas de recompra por las entidades emisoras de los CD's por el nominal acrecido de los intereses pactados, posibiliten la aparición de mercados secundarios espontáneos para tales activos. En todo caso, el resultado de pasados intentos en el mismo sentido aconsejaba tener listas soluciones más cercanas a las operantes en otros países.

Cabía otra solución, cual era la de utilizar los servicios de las entidades de intermediación por cuenta ajena hoy en día operantes en el mercado interbancario. Pero en ningún sistema financiero desarrollado los *brokers* o *courtiers* hacen mercado, por la sencilla razón de que para ello resulta necesario estar siempre dispuesto a ofrecer contrapartida, ligando así la obtención de beneficios al desarrollo del mercado o mercados; con la peculiaridad de que, al ampliarse los mercados, el diferencial entre precios de compra y de venta se reduce sensiblemente y sólo la realización de operaciones en gran escala —o, visto desde el otro lado, la existencia de mercados muy activos— permite cubrir los gastos generales de la firma y conseguir beneficios.

La consecuencia de todo lo dicho es que el Banco ha creído llegado el momento de ensayar una experiencia nueva y apoyar la iniciativa de diversos grupos para crear un nuevo intermediario financiero: las SMMD.

1. Caracterización jurídica de las SMMD

Brevemente, podríamos caracterizar a las SMMD como unas sociedades anónimas de derecho común, dotadas de un capital mínimo relativamente elevado —100 millones de pesetas— y con un objeto social exclusivo y excluyente; la adquisición y venta por cuenta propia de determinados activos a corto plazo, con el fin de ayudar al Banco de España y a las Entidades de Depósito en la creación de un auténtico mercado de dinero.

Antes de seguir, quisiera resaltar un tema importante y en el cual, me temo, se ha comprendido mal la actitud del Banco de España. Este tema es el de que con las SMMD el Banco no ha intentado crear unas sociedades anónimas caracterizadas por ciertas limitaciones con respecto al régimen general que para este tipo de sociedades marca la Ley de Sociedades Anónimas. No hay, por tanto, una modificación de la Ley. Tampoco existe una voluntad de imponerles un fuerte intervencionismo por parte del Banco emisor. El tema hay que enfocarlo no desde este prisma de la regulación legal de la sociedad anónima sino desde el funcionamiento real del mercado monetario, en el cual el Banco de España desempeña evidentes funciones de tutela. Y aquí está claro que la pretensión del Banco reside en ampliar y perfeccionar dicho mercado con la mínima modificación de su vigencia normativa. En definitiva, el Banco no crea un nuevo tipo de sociedades; el Banco no modifica el marco legal que actualmente rige las sociedades anónimas; el Banco lo único que

hace es mantener unas ciertas relaciones con unas sociedades absolutamente típicas en su configuración jurídica pero que actúan conforme a unas determinadas prácticas financieras y realizan una cierta función.

Estas sociedades deberán mostrar una transparencia plena en cuanto a las personas integrantes de sus órganos de gobierno y altos cargos ejecutivos, aceptando un cierto control por parte del Banco de España.

Dicho control debe entenderse, sobre todo, en el establecimiento de un marco operativo, al que me referiré a continuación, y en la fijación de unas directrices sobre la estructura de su activo. Tres de esas directrices merecen destacarse como de especial interés:

1) La necesidad de mantener un porcentaje mínimo del 20 por 100 de sus activos materializado en forma de Bonos del Tesoro, CD's del Banco de España o cualquier otra modalidad de deuda pública a corto plazo.
2) La prohibición de que ninguna SMMD tenga en su cartera Certificados de Depósito de cada uno de los grupos bancarios o Cajas de Ahorros participantes en su capital social en un porcentaje que supere el 10 por 100 de sus tenencias de Certificados de Depósito.
3) El establecimiento de un coeficiente de garantía *sui generis* (5).

En el marco operativo diseñado inicialmente para estas sociedades se revela la nota de cautela con que el Banco de España desea moverse inicialmente y que después comentaré con mayor detalle. En efecto, las SMMD podrán:

1) Comprar y vender Bonos del Tesoro y CD's del Banco de España a las entidades financieras autorizadas para adquirir y negociar en estos activos.
2) Adquirir y colocar entre el público CD's y Bonos de Caja de las entidades privadas de Depósito, así como letras emitidas en Bolsa.
3) Operar, como cedentes y tomadores, en el mercado interbancario de depósitos, pero sólo con Bancos, Cajas y Cooperativas de Crédito.

Como último rasgo importante que debe destacarse están las fuentes de financiación de las SMMD. Respondiendo a su visión de relacionar la actuación de esta clase de sociedades con la actividad de Bancos y Cajas, se exigirá el establecimiento de líneas de financiación habituales por parte de aquéllos. Esa financiación se complementará, en los momentos y por los volúmenes que las circunstancias aconsejen, con financiación del Banco de España, instrumentada mediante acuerdos de compra, con reventa posterior, de activos en la cartera de las SMMD.

Ahora bien, los objetivos perseguidos con la creación de las SMMD pueden situarse en un entorno más exacto repasando algunos de los rasgos más característicos de los mercados monetarios inglés, francés, estadounidense y canadiense.

2. Algunos mercados monetarios extranjeros

a) El Mercado Monetario Inglés

El Mercado Inglés con sus Casas de Descuento, es el ejemplo más venerable y sin duda el más comentado. Para algunos de sus historiadores, las Casas de Descuento nacieron en el reinado de los monarcas de la Casa Tudor, cuando actuaban simplemente como intermediarios poniendo de acuerdo, a cambio de una comisión, a quienes tenían dinero que invertir y a quienes necesitaban financiar sus actividades comerciales. Su función en el campo del descuento vino bastante más tarde y en realidad comenzaron a actuar intermediando letras a finales del siglo XVIII. En este papel de *bill brokers* descontaban letras cuyos tenedores necesitaban efectivo inmediatamente y no podían esperar al vencimiento de la obligación, que se produciría dos o quizás tres meses después.

Como en tiempos muy recientes con algunos sistemas bancarios, la grave crisis que entre 1825 y 1830 hizo quebrar a 37 *bill brokers* sirvió para reordenar este naciente sector del sistema financiero inglés, convencer al Banco de Inglaterra de la necesidad de tutelarlo y, en definitiva, sentar las bases de una actuación que, con los múltiples cambios exigidos por la evolución bancaria y financiera, ha pervivido hasta nuestros días.

En Inglaterra, el término mercado monetario puede intercambiarse con el término mercado de descuento, razón por la cual utilizaré indistintamente ambas denominaciones.

Ya he dicho antes que el mercado de descuento inglés es, de los cuatro cuyos rasgos esenciales voy a describir ahora, el más antiguo. Ahora bien, su actual configuración, y el papel de su institución más característica: las Casas de Descuento, es el resultado de cuatro notas muy específicas:

1.ª La realización de su actividad —comprar y vender activos— por cuenta propia.

2.ª La financiación de su cartera de activos mediante préstamos a corto plazo obtenidos de los Bancos y otras entidades financieras. La inmensa mayoría de dichos préstamos están garantizados con activos de su cartera.

3.ª Las Casas de Descuento proporcionan a sus prestamistas —lo cual equivale a decir fundamentalmente a los Bancos— un importante elemento de ajuste en su posición diaria de liquidez.

4.ª Las Casas de Descuento miembros de la *London Discount Market Association* gozan del privilegio de obtener préstamos del Banco de Inglaterra en cantidades limitadas tan sólo por el precio al cual el Banco decide conceder esa financiación. Ese privilegio convierte a las Casas de Descuento en el mecanismo transmisor por medio del cual el Banco emisor lleva a cabo su función reguladora de la liquidez del Sistema Bancario.

La confluencia de estas cuatro características da origen a un mercado monetario que desarrolla flexiblemente su función básica de suministrar liquidez al Sistema Bancario en condiciones de seguridad y rentabilidad y en el cual las Casas de Descuento desempeñan un triple y complejo papel respecto a los Bancos; cooperando en la realización de la política monetaria del Banco de Inglaterra y el Tesoro; y, por último, como agentes muy activos en el funcionamiento del mercado financiero.

b) El Mercado Monetario Francés

El término *mercado monetario* se suele emplear en Francia en un sentido más restringido que en los países anglosajones. Generalmente se reserva al mercado de lo que en la terminología española llamaríamos «activos líquidos»; es decir, pasivos del Banco de Francia.

Institucionalmente hablando, el centro de gravedad del mercado monetario francés reside en las instituciones financieras de carácter bancario o para-bancario, aun cuando también participan sociedades de inversión, compañías de seguros, agentes de Cambio y Bolsa, sociedades de capitalización y de previsión social.

A diferencia del mercado interbancario español, es un mercado en el cual las operaciones tienen la garantía de títulos públicos o de efectos privados admitidos por el Banco de Francia. En todo caso, la modalidad más común en el mercado francés es la venta de títulos o efectos con acuerdo de recompra posterior; lo que allí se conoce como «pensión».

Dos clases de intermediarios operan en este mercado: los corredores, o *courtiers,* que se limitan a facilitar la realización de la operación poniendo en contacto a las partes interesadas y cobrando una comisión una vez cerrada la operación; por el contrario, las Casas de Descuento, las *maisons de réescompte,* operan por cuenta propia. Su actividad tiene un doble nivel: de un lado, son los canales a través de los cuales el Banco de Francia interviene para regular la liquidez del sistema e impedir fluctuaciones excesivas de los tipos de interés; de otro lado, actúan obteniendo préstamos en el mercado que ceden después a un tipo más favorable —financiando de esa forma su cartera de activos a más largo plazo y con mayor rentabilidad.

c) El Mercado Monetario Estadounidense

Entre todos los mercados de dinero, el que más se acerca a un modelo paradigmático es, sin duda, el mercado estadounidense. Dada su amplitud, en él se negocian todo tipo de activos —desde «papel comercial», pagarés bancarios, certificados de depósito de Bancos, bonos de municipios, a letras del Tesoro— y una amplísima gama de entidades, nacionales y extranjeras, desde las más gigantescas a las más modestas, encuentran en él canal eficaz para ajustar sus posiciones de tesorería.

La importantísima tarea de unificar esos varios mercados en uno solo, evitando su fragmentación y suministrando toda la información necesaria para actuar racional y eficazmente, recae, de forma muy especial, en dos tipos de agentes: los *dealers* y los *brokers.* Lo que distingue la actividad de los *dealers* americanos en el mercado de dinero es que, salvo algunas funciones muy específicas, actúan comprando y vendiendo por cuenta propia. Es decir, los

dealers hacen mercado en formas muy diversas; en unas ocasiones actúan como aseguradores de emisiones de títulos —caso de las deudas municipales—, mientras que en otras —la deuda del Tesoro, por ejemplo— compran títulos por su cuenta en cantidades sustanciales y los colocan después entre su clientela en pequeños paquetes. Pero los *dealers* son, sobre todo, agentes que operan en el mercado secundario ofertando precios de compra y venta para un abanico muy amplio de activos. Esta actuación como *market makers* presenta dos vertientes: ofreciendo precios a los que están dispuestos a tomar o ceder diversos activos a otros *dealers,* o acudiendo con sus ofertas al público en general en franca competencia entre sí y asegurando, de esta forma, que existe un diferencial muy pequeño respecto a los precios dominantes en el mercado entre los *dealers* y, por ende, asegurando al inversor unos precios —y una rentabilidad— verdaderamente competitivos.

El resultado final, que me interesa subrayar muy especialmente, es que esta interacción de los mecanismos de funcionamiento de los *dealers* permite alcanzar los dos objetivos básicos de un auténtico mercado monetario:

- Que en cualquier momento exista un precio al cual se puedan comprar o vender los instrumentos a corto plazo característicos de este tipo de mercado.
- Que al estar siempre dispuestos a ofertar un precio de compra y de venta aseguran una liquidez total a los activos característicos de un mercado de dinero.

d) El Mercado Monetario Canadiense

La historia del desarrollo del sistema bancario en Canadá constituye un caso digno de estudio por diversas razones, de las cuales ahora sólo mencionaré la aparición, prácticamente desde la nada, de un mercado de dinero eficiente. Este mercado, cuyos primeros pasos remontan a la década de los años cincuenta, ha crecido y funcionado gracias tanto a la iniciativa y perseverancia del Banco de Canadá como a la confianza y al espíritu de cooperación de los Bancos comerciales —los llamados en Canadá *chartered banks.* Tanto aquél como éstos comprendieron que la consecución de un mercado monetario amplio permitiría un manejo más eficaz de los fondos a corto plazo y unas menores necesidades de excedentes de tesorería, con la consiguiente reducción en las fluctuaciones de los tipos de interés a corto y una más rápida influencia de las medidas del Banco central sobre el nivel y la distribución de la liquidez del sistema bancario. Y es que, refiriéndome en concreto a la actitud de los Bancos canadienses, aun cuando el afianzamiento del papel de los *dealers* supuso un cierto grado de desintermediación para los Bancos comerciales, que no debió ser muy de su agrado —en parte porque, además, era debida a las rígidas regulaciones que gobernaban la estructura por plazos y la remuneración de sus depósitos—, su reacción no se tradujo, sin embargo, en una cruzada contra los *dealers,* sino en una búsqueda de mecanismos más flexibles que les permitieran remunerar adecuadamente las cuentas de sus acreedores.

Sucedió, pues, que si bien los Bancos canadienses supieron defender sus posiciones, y sus relaciones con los *dealers* a lo largo del período de desarrollo y consolidación del actual mercado monetario pasaron por momentos difíciles, su actitud final fue de comprensión, facilitándoles su labor. Así, éstos encontraron en aquéllos la financiación a tipos adecuados para constituir su cartera, las instituciones adecuadas para custodiar sus títulos, los siempre dispuestos emisores de talones que facilitasen la compensación inmediata de sus operaciones. Cierto es que el Banco de Canadá no vaciló jamás en tomar las medidas necesarias para afianzar la supervivencia del mercado, especialmente en sus primeros tiempos, aun a costa de granjearse temporalmente la enemistad de los Bancos. Al final éstos aceptaron, como he dicho antes, que la existencia de un mercado monetario eficaz compensaba el pequeño grado de desintermediación que habían debido aceptar. Su capacidad de ver más allá de sus intereses inmediatos les resultó beneficiosa a la larga.

A la luz, tanto de la regulación inicialmente aprobada por el Banco de España, y cuyas líneas generales he descrito antes, como de los modelos extranjeros, que de forma somera acabo de intentar resumir, ¿qué cabe esperar en el futuro de las SMMD?

III. EL FUTURO DE LAS SMMD

El Banco de España autorizó el 7 de julio de 1981 las cuatro primeras SMMD; de ellas, dos

cuentan como accionistas a Bancos y Cajas de Ahorros (6).

El inicio de la actuación de estas sociedades hace que debamos preguntarnos qué cabe esperar de ellas en los próximos meses.

Para responder a esta interrogante debe tenerse muy presente cuál es el objetivo asignado a este tipo de sociedad de servicios financieros. Tal y como se indicaba antes, su labor fundamental residirá en propiciar la aparición de mercados secundarios fluidos en una serie de activos que constituirían una segunda línea de liquidez para las entidades de depósito —Bancos y Cajas. Conseguir ese objetivo supone ampliar el actual mercado de dinero de tal forma que en él puedan participar otras entidades financieras y, sobre todo, las empresas privadas y el público en general. Si se acepta este enfoque, parece que el futuro de las SMMD está amenazado por dos peligros inmediatos: la estrechez del marco operativo inicialmente fijado por el Banco de España —aun cuando esta actitud tenga poderosas razones que la justifiquen— y un error de enfoque respecto a su papel y funcionamiento por parte del Sistema Bancario (7). Hablaré primero del marco operativo.

Ya se ha dicho que la actividad de las SMMD en el mercado interbancario va a estar limitada a operaciones con Bancos, Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito. Esto elimina su relación con las entidades financieras y las corporaciones locales y provinciales a las que la reciente O. M. de 17 de enero, en su artículo 5.°, concede libertad de tipos de interés. Queda descartado por esta vía el papel que las SMMD podrían llevar a cabo, a semejanza de otros países, de canalizar fluida y directamente hacia el mercado de dinero los fondos que aquéllas pudieran aportar.

Otra cautela, acaso excesiva, es la de limitar a las letras negociadas en Bolsa los efectos que las SMMD pueden adquirir y colocar entre el público. Aun cuando esas letras constituyen un porcentaje crecientemente importante del mercado de letras, existe todavía un volumen muy cuantioso de efectos librados por empresas de primera línea y totalmente solventes y avalados por Bancos que hoy en día se negocian mediante canales más o menos conocidos. Si estas letras pudiesen negociarse por instituciones como las SMMD, parece indudable que se establecería un elemento regulador de ese «mercado libre» y se imprimiría una mayor garantía a algo que en la actualidad funciona quizás con demasiada espontaneidad.

Ha quedado también para una ulterior ocasión la oportunidad de contar con una deuda pública a corto plazo, al cerrar la oportunidad de que las SMMD pudieran adquirir los actuales Bonos del Tesoro y negociarlos posteriormente, a través de alguna fórmula jurídica adecuada, con el público en general.

Es muy comprensible, sin embargo, esta actitud de extremada prudencia por parte del Banco de España, aunque personalmente creo que se corre el riesgo de ahogar a las SMMD —de forma muy especial a aquellas que no cuentan con participación bancaria— al marcarles un campo de juego tan estrecho, con el consiguiente peligro de que su rentabilidad resulte muy escasa o nula.

El otro peligro se centra en la actitud que Bancos y Cajas de Ahorros vayan a mantener respecto a las SMMD. La experiencia canadiense indica que el funcionamiento de este tipo de sociedades induce un cierto grado de desintermediación. Vencida una resistencia inicial, los Bancos canadienses comprendieron que la implantación de una clase especial de *dealers* redundaba en beneficio propio y renunciaron a obstaculizar el proyecto. ¿Qué puede suceder en España?

Es sabido que, en una fase inicial, el Banco de España parecía inclinarse por unas SMMD al estilo de las Casas de Descuento inglesas. Es decir, unas entidades auténticamente independientes y en las cuales los Bancos y Cajas no pudieran tener participación en su capital social. Ahora bien, el peso de la realidad financiera española forzó una solución en la cual, al permitir tan sólo una participación reducida, se impuso una elevada diversificación de los grupos bancarios que podían ser accionistas; a través de este equilibrio se buscaría, parece, un mínimo de independencia en la actuación de la SMMD.

Late, sin embargo, otro peligro para el éxito de la experiencia que ahora se inicia. Dicho peligro proviene de que, por una falsa visión del papel que las SMMD están llamadas a desempeñar, el Sistema Bancario y sus instituciones más caracterizadas crean conveniente «estar presentes» e intenten constituir un número excesivo de Sociedades Mediadoras. Como es sabido, y ello ocurre no sólo en verano con el tráfico de automóviles, las aglomeraciones reducen la libertad de movimientos y llevan fatalmen-

te a la desaparición de un número crecido de los participantes en el juego. En el caso de las SMMD podrían originar, además, la desaparición total de este interesante intento de configurar ese nuevo mercado de dinero que tan necesario resulta tanto para el Banco de España como para el propio Sistema Bancario.

Cabe mantener el optimismo a pesar de todo. De la largueza de miras de los Bancos y Cajas de Ahorros españoles puede esperarse que entiendan, al igual que lo hicieron los Bancos canadienses, que el arraigo y el éxito de las SMMD en España redundará en su beneficio, no en su perjuicio. En otro terreno de cosas, la supervivencia de las SMMD va a la par con la continuación del proceso de liberalización del Sistema Financiero Español —en concreto, con el desarraigo de las prácticas que han impedido la formación transparente del precio del dinero y la aparición de deuda pública a corto plazo— y la ampliación de su marco específico de actuación.

NOTAS

(1) Esas entidades eran las siguientes: Andalucía, Atlántico, Banesto, Banco Unión, Barcelona, Bilbao, Catalana, Condal, Europeo de Negocios, Exterior de España, Hispano Americano, Ibérico, López Quesada, Madrid, Mercantil Industrial, Noroeste, Pastor, Popular Español, Rural y Mediterráneo, Santander, Urquijo, Vizcaya y Zaragozano.

Aproximadamente un año después comenzaron a operar las primeras Cajas: Monte de Piedad de Madrid, Pensiones para la Vejez y de Ahorros de Cataluña y Baleares, Monte de Piedad Municipal de Bilbao, Zaragoza, Aragón y Rioja, así como la propia CECA.

(2) En un principio, y cuando el mercado se desarrolló sólo entre Bancos, la comisión se repartía por mitades entre las dos partes. La entrada masiva de las Cajas de Ahorros como cedentes de fondos impuso la práctica de que fuese el tomador quien pagaba la totalidad de la comisión del *broker.*

(3) A estas malformaciones básicas de nuestro mercado interbancario caben añadir otras deficiencias. Ya se ha mencionado antes el hecho de que se trata de un mercado cuyas operaciones se efectúan sin garantías, lo cual tiende a segmentarlo. Cabe añadir también la existencia de un gravamen del 3 por 100 sobre los intereses de las operaciones interbancarias, gravamen que no sólo obstaculiza decisivamente la labor de intermediación propia del mercado sino que, además, está basado en una interpretación jurídica dudosa de las operaciones de mercado interbancario que las califica como créditos y no como operaciones de depósito.

(4) En este apartado utilizo parte del material que constituyó mi ponencia en las VIII Jornadas del Mercado Monetario, celebradas el pasado mes de mayo en Lanzarote.

(5) Definido así: el neto patrimonial menos el inmovilizado no debería ser en ningún momento inferior al 2 por 100 de su activo si éste no supera los 2.000 millones, para la parte que supere esa cantidad el porcentaje será del 1 por 100.

(6) Para mayor detalle sobre el accionariado de estas cuatro sociedades puede consultarse el artículo aparecido en el periódico de Madrid *El País,* en su número del 19 de julio de 1981.

(7) No cabe discutir aquí en detalle los graves inconvenientes que para las SMMD pueden derivarse de una interpretación excesivamente rígida de las normas fiscales. Citaré tan sólo, y a modo de ejemplo, la incidencia del IGTE. Este impuesto, cuyo tipo puede pasar del 3 al 4 por 100 en el año 1982, dificulta ya con carácter general la intermediación y el arbitraje en el actual mercado interbancario —¡piénsese que con un tipo impositivo del 4 por 100 y un nivel medio de tipos de interés del 15 por 100 será necesario un 0,60 por 100 para cubrir la incidencia del IGTE con una operación de arbitraje. A ello cabe añadir las dudas razonables de si las operaciones con depósitos interbancarios no deberían estar exentas, pues cabría interpretar que no están incluidas entre «las operaciones activas de mediación y demás servicios, incluidas las operaciones entre las propias entidades» a que se refiere el texto de la Ley del Impuesto.

EL MERCADO BURSATIL DE LETRAS DE CAMBIO

Este artículo contiene una primera parte, fundamentalmente descriptiva, en la que **Francisco Javier Ramos Gascón** expone el nacimiento del mercado bursátil de letras de cambio, que supuso la aplicación de la disciplina de la contratación pública propia de un mercado organizado a un instrumento como la letra de cambio que, entre sus distintas funciones, venía siendo utilizado como medio de colocación de fondos, y estudia los aspectos jurídicos y técnicos del funcionamiento de dicho mercado.

Más adelante el autor pasa a analizar el comportamiento del mercado de letras desde su creación a comienzos de 1980, así como su significación dentro del sistema financiero español, desde el punto de vista de los colocadores de fondos, de las entidades emisoras de letras y de su conexión con las instituciones financieras más próximas.

Por último, estudia las perspectivas de evolución previsible del mercado, con especial alusión al desarrollo del mercado secundario, tanto como medio de desinversión o de colocación de fondos a plazos inferiores a los que hasta ahora son los típicos (en torno a un año), como en cuanto soporte al lanzamiento en el futuro de emisiones de letras a plazos superiores a los practicados hasta el presente.

1. UN NUEVO INSTRUMENTO FINANCIERO

A comienzos de 1980 la Bolsa de Madrid tomó la iniciativa de implantar un mercado de letras de cambio, que ha ido consolidándose a lo largo del período de tiempo —todavía no demasiado largo— transcurrido desde entonces.

Esta iniciativa, que fue pronto secundada por las demás Bolsas, ha constituido una innovación interesante y ha despertado un interés creciente entre el público y entre los estudiosos del sistema financiero español, al que, por esta vía, se le ha dotado de un instrumento que en cierta medida puede conceptuarse como nuevo.

Es cierto que la utilización de ese documento mercantil (tan secularmente arraigado y a la vez tan versátil y polivalente en cuanto a las finalidades últimas a que es susceptible de servir) como vehículo de colocación temporal de fondos es sin duda muy anterior a la aparición del mercado bursátil de letras. Pero existen elementos diferenciadores suficientes como para hacer válida la afirmación previa acerca de la novedad que la creación de éste implica, aunque sea en los términos relativos que se desprenden de las consideraciones que anteceden.

Por una parte, existen peculiaridades en el aspecto técnico-jurídico, en lo que concierne a las letras que son objeto de negociación en la Bolsa con respecto a las que usualmente son adquiridas al margen de la misma. Pero las diferencias fundamentales radican en el reforzamiento de la seguridad jurídica y económica que se desprende del conjunto de cautelas que se establecen de principio a fin, y, sobre todo, en el hecho de la inclusión de las letras en un sistema público de contratación, con difusión de los resultados de ésta y con un funcionamiento objetivo y abierto. De este modo quedan superados los inconvenientes inherentes a las actuaciones que se desarrollan en un ámbito básicamente bilateral y también, entre otras cosas, se facilita, si así se desea, la recuperación anticipada de los fondos colocados, mediante la venta del efecto antes de su vencimiento en el propio mercado.

2. ASPECTOS JURIDICOS DE LAS LETRAS BURSATILES

La seguridad que brinda el mercado bursátil de letras de cambio descansa en los siguientes principios:

a) Sólo se negocian en Bolsa letras libradas por instituciones financieras (Bancos o Cajas de Ahorros) que previamente han sido admitidas por la Junta Sindical como posibles partícipes —emisores en el mercado—. De hecho, el propósito de

una institución de solicitar su admisión es conocido por el Banco de España.

b) Una vez recaída resolución favorable de la Junta Sindical, la institución emisora suscribe con la Bolsa un contrato en el que se compromete a satisfacer a ésta la víspera del vencimiento el importe de las letras libradas, contra entrega por los servicios de la Junta Sindical de las que en tal momento continúen bajo su custodia.

c) Las letras, que han de ser intervenidas por Agente Mediador colegiado, son libradas por los Bancos o instituciones emisoras, a su propia orden, a cargo de un cliente, y cedidas con endoso en blanco. De esta forma, de conformidad con lo que dispone el número 4 del artículo 521 del Código de Comercio en relación con el artículo 1.429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, no cabe ni siquiera la posible tacha de falsedad como elemento enervador de la fuerza ejecutiva de la letra.

Por otra parte, el hecho de que participe en la misma en calidad de librador la entidad emisora erige a ésta en obligada subsidiaria al pago, en virtud del principio llamado de solidaridad cambiaria, con un alcance práctico equivalente al que se derivaría de la prestación de aval. En definitiva, es lo que sucede con cualquier letra en cuya suscripción participe a título de librador, aceptante, endosante o avalista una persona o entidad reputada como solvente. Pero en el caso de las letras contratadas en Bolsa, todo ello se ve reforzado por el contrato a que se ha hecho alusión en el apartado anterior, que aumenta las garantías para el adquirente de la letra y, sobre todo, facilita considerablemente los trámites de cobro de su importe llegado el vencimiento, al establecer un procedimiento dotado de automatismo y que descarga al titular de todo tipo de gestiones para conseguir el mismo.

Finalmente, el endoso en blanco, perfectamente admitido por nuestra legislación (artículo 465 del Código de Comercio), aunque no convierta formalmente a la letra en un título al portador, permite en la práctica su circulación como si lo fuera, lo que tiene importancia en este caso, tanto de cara a la posibilidad de la venta de la letra antes de que venza en el mercado secundario, como para hacer operativo el mecanismo previsto en el contrato, entre la Bolsa y el emisor, de recogida anticipada por éste de los efectos para hacerse cargo de su cobro al aceptante.

d) Las letras, una vez adquiridas, ya sea a su emisión o en el mercado secundario, quedan inmovilizadas en la Junta Sindical, suministrándose al Agente que haya mediado en la compra una fotocopia de las mismas junto con un resguardo de custodia para que los haga seguir a sus clientes.

Está previsto que el comprador pueda retirar las letras adquiridas en el momento de la compra o en otro posterior. Ahora bien, en tal supuesto la gestión de su cobro, así como su custodia, pasa a ser de su exclusiva incumbencia, como si se tratase de cualquier efecto del que pudiera ser tenedor, y la operación deja, por tanto, de quedar amparada por los efectos del contrato antes mencionado entre la Bolsa y la entidad emisora en lo que concierne a la obligación de ésta de pago del nominal la víspera del vencimiento. Igualmente, la retirada de una letra por su propietario del sistema del mercado bursátil lleva consigo la imposibilidad de renegociación de esa misma letra en dicho mercado.

En resumen, la colocación de fondos mediante la adquisición de letras de cambio negociadas en Bolsa queda protegida por una multiplicidad de elementos que configuran una situación de amplia seguridad para el inversor. Aparte de las consecuencias que dimanan genéricamente de la ejecutividad de la letra, la suscripción de la misma por una institución financiera admitida de manera selectiva al mercado bursátil le confiere una garantía prácticamente plena de cobro. Las obligaciones contractuales asumidas por los libradores frente a la Bolsa y, por consiguiente, frente al mercado y a los compradores potenciales, aseguran además el cobro puntual, sin riesgo de tener que incurrir en los enojosos trámites del protesto, ni de ver demorado el pago, lo cual tiene una gran importancia en colocaciones de recursos a plazo relativamente corto, tanto desde el punto de vista de la rentabilidad como desde el de la disponibilidad de los fondos en la fecha

en que éstos se precisan. Por último, la inmovilización de las letras evita a los compradores y, en general, a todos cuantos intervienen en ellas —libradores, aceptantes y, en su caso, avalistas—, los peligros de falsificación que, de otro modo, pudieran existir en efectos destinados a la circulación.

Por otra parte, el hecho de que la negociación tenga lugar en un mercado público otorga a los inversores una seguridad adicional de otra naturaleza, que deriva del conocimiento generalizado de las condiciones vigentes en el mismo en cada momento en lo que atañe a los tipos de descuento que determinan la rentabilidad efectiva de la operación. Asimismo, ese hecho permite también, como anteriormente se indicó, la recuperación anticipada de la inversión a través del mercado secundario, esto es, sin necesidad de ninguna gestión de carácter bilateral, lo que supone un atractivo más ofrecido por esta clase de colocaciones.

3. ASPECTOS TECNICOS DEL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO

En el orden técnico, la operativa del mercado de letras se basa en la mecánica de la subasta, que se desarrolla en un «corro» especial, dos días a la semana (1).

Las ofertas de letras se incluyen en un listado que se confecciona por los servicios de la Bolsa. En él se presentan agrupadas, constituyendo por tanto una única oferta, todas las letras que tengan unos mismos nominales, vencimientos y libradores. Las distintas ofertas se clasifican, de menor a mayor, por nominales y, para todas aquellas que se refieran a un mismo nominal, por vencimientos, de más corto a más dilatado. A efectos puramente estadísticos —pues no cabe asignarle a ello ninguna significación relevante para los posibles compradores— se identifican en el listado, con un signo convencional, las letras de «mercado secundario», o sea las que se pretende revender en el mercado.

Bajo la dirección de un Delegado de la Junta Sindical, que cumple una función arbitral y de resolución en el acto de posibles incidencias, un rematador va anunciando sucesivamente las diferentes ofertas incluidas en el listado por el orden en que figuran en éste. El Agente que actúa como vendedor anuncia el tipo de descuento a que está dispuesto inicialmente a ofrecer las letras, las cuales quedan adjudicadas a los agentes que las demandan a ese tipo. Si no existe demanda al tipo ofrecido o ésta no llega a cubrir íntegramente la oferta, el Agente vendedor puede ofrecer las letras restantes a tipos de descuento sucesivamente superiores hasta encontrar demanda suficiente, o bien mantenerse en un determinado tipo, quedando entonces el remanente de letras para la segunda subasta del mismo día, a la que después se hará referencia, o para la sesión siguiente, a menos que la oferta pendiente de colocación sea expresamente retirada por el oferente.

Por lo que concierne a la actuación de los Agentes compradores, la adjudicación de las letras al tipo ofrecido en cada momento se hace atendiendo a la prioridad temporal en la manifestación de las posturas demandantes. Si esta prioridad no puede establecerse, por concurrir simultáneamente una multiplicidad de posiciones de compra, y el total de los efectos demandados excede de los ofrecidos, se procede a la adjudicación por medio de prorrateo, con asignación de restos mediante un programa informático aleatorio. No obstante, en aquellos casos en los que el exceso de la demanda se produce con respecto al primero de los tipos de descuento ofrecidos para una oferta determinada por el Agente vendedor, se procede a ofrecer de nuevo a tipo o tipos inferiores y éstos son los que prevalecen si al precio que ellos implican se cubren las cantidades ofertadas.

Se trata, pues, por regla general, de una subasta «al alza» en cuanto a los tipos de descuento —que implica lógicamente una baja respecto de los precios de venta de las letras—, aunque, en los supuestos que se acaban de indicar, pueda operarse también en el sentido inverso.

En cada uno de los días en que opera el mercado de letras se celebran dos subastas sobre la oferta inicial consignada en el listado a que antes se hizo alusión, separadas por un lapso de tiempo de cerca de una hora entre el comienzo de una y otra, lo que puede permitir a los Agentes recabar instrucciones de sus clientes en función de los resultados de la primera. Excepto en los casos, muy infrecuentes, en que una oferta sea retirada, lo que se manifiesta al comenzar la segunda subasta, ésta versa sobre las letras que hayan quedado sin colocación en la pri-

mera, pues lo que no se admite es la aportación de ofertas adicionales ni la ampliación de las formuladas antes del comienzo de la sesión.

La liquidación de las operaciones —entrega de las letras o del resguardo de custodia al Agente comprador y el cargo a éste del precio con el consiguiente abono al vendedor— se practica de manera inmediata y queda consumada al día siguiente al de la celebración de la subasta.

Dentro de este análisis descriptivo de los aspectos técnicos del funcionamiento del mercado de letras —aspectos quizá no suficientemente conocidos del público en general— tiene especial importancia y, por tanto, requiere una explicación algo más detenida, lo relativo al tipo de descuento que, como se ha dicho, opera como el factor sobre el que se basa la mecánica de la subasta y que, obviamente, es el que determina en último extremo la rentabilidad de las operaciones para los colocadores de fondos y constituye también la principal partida determinante del coste de la refinanciación obtenida por los Bancos o Cajas de Ahorros a través de la venta de las letras libradas por ellos.

El tipo de descuento se señala en tanto por ciento del nominal de la letra en enteros o fracciones consistentes en octavos de entero. La variación de los tipos de descuento para cada oferta a lo largo del desarrollo de la subasta, tanto en el caso normal de ofrecimiento sucesivo de tipos más altos, como en el de baja de éstos, se escalona de octavo en octavo.

En virtud del significado convencionalmente atribuido al tipo de descuento, el precio de las letras se calcula deduciendo del importe nominal de las mismas un descuento que se calcula afectando al nominal de un coeficiente que resulta de aplicar al tipo contratado la proporción que corresponda, respecto del año, al número de días que median entre la fecha de contratación y la del vencimiento. Esto es, por ejemplo, si el tipo a que se subasta una letra de un millón de pesetas es el 12 por 100, el descuento que se practica para calcular su precio es de 120.000, si vence al cabo de un año; de 60.000 pesetas, si su vencimiento es a los seis meses; o de 20.000 pesetas, si tiene lugar a los dos meses. El tipo señalado en la subasta juega, pues, como tipo de referencia de base anual que se corrige *pro rata temporis* para acomodarlo a la duración efectiva de la colocación de fondos, según las circunstancias temporales concretas de cada operación.

En teoría, hubiera sido posible instrumentar las subastas sobre tipos de descuento sobre el nominal específicos para cada oferta y acomodados, por tanto, a las características de cada una de ellas en cuanto a la vida pendiente de los efectos. Sin embargo, ello hubiese complicado la mecánica operativa, hubiese exigido a los operadores la realización de múltiples cálculos —muy sencillos desde el punto de vista conceptual, pero no tanto desde el punto de vista práctico— y no presentaría ventajas, sino todo lo contrario, para la valoración del significado del tipo de descuento en términos de rentabilidad, lo que, como seguidamente se comentará, no deja de ofrecer algún grado de dificultad.

La rentabilidad proporcionada por la compra de letras viene dada, evidentemente, por el diferencial que existe entre el precio de compra y el valor nominal, en el supuesto de que se retenga hasta el vencimiento, o el precio de venta, si las letras son revendidas en el mercado.

El cálculo de la tasa de rentabilidad es completamente elemental en el caso hipotético de que la duración de la colocación sea exactamente de un año. Basta dividir por el importe del precio de compra el diferencial a que se acaba de hacer referencia. Pero cuando el período comprendido por la operación es distinto del año, es preciso definir convencionalmente el criterio de capitalización aplicado para el cálculo de la rentabilidad anual.

Un estudio sobre el mercado de letras contenido en el *Boletín Económico* del Banco de España (número julio-agosto de 1981) (2) propone para ello dos fórmulas alternativas, que a su juicio dan satisfacción a las exigencias de racionalidad y habitualidad en otros mercados, de forma que hay que suponer que reflejan adecuadamente las convenciones que dominan, de modo implícito, en los comportamientos de los operadores.

Llamando d e i, respectivamente, a los tipos de descuento y de rentabilidad, ambos expresados en tanto por ciento, y n al número de días de la operación, las dos fórmulas propuestas por el citado estudio son:

$$i = \frac{100 \cdot d}{100 - d\,\frac{n}{365}} \qquad [I]$$

$$i = \frac{100}{\sqrt[\frac{n}{365}]{1 - d\,\frac{n}{36.500}}} - 100 \qquad [II]$$

La fórmula [I] está basada en el descuento simple y la [II] en la capitalización compuesta de base anual.

El estudio se inclina por postular la aplicación de la primera fórmula a las operaciones de duración inferior al año y la segunda a las de duración superior (3).

Es éste un criterio razonable y de uso muy generalizado en el campo de la capitalización. Parece claro, en todo caso, que para las operaciones de duración superior al año, que hasta el presente vienen siendo pocas en términos relativos, debe utilizarse el principio de la capitalización compuesta. Más dudoso es que el cálculo de la rentabilidad en operaciones de menor duración haya de hacerse bajo el principio de la capitalización simple. No obstante, la tendencia a la aproximación de los resultados de la aplicación de ambos criterios a medida que se reduce el término temporal de la operación y la mayor simplicidad de cálculo, aconsejan, sin duda, para este caso que ahora se contempla, la utilización de fórmulas de descuento simple. Máxime si se tiene presente que el empleo de fórmulas de capitalización compuesta en una operación financiera de duración inferior al año sólo cobra pleno significado cuando *a priori* puede admitirse la hipótesis de la posibilidad de repetición de la misma en idénticas condiciones a las vigentes para la primitivamente realizada.

En todo caso, lo que sí conviene dejar claro desde un punto de vista práctico para los operadores menos tecnificados es que, por una parte, los tipos de descuento de las subastas del mercado de letras actúan como descuento «al tirón» (según la terminología empleada en el «argot» financiero) y, por consiguiente, dan lugar a una rentabilidad efectiva superior a la que expresa el porcentaje nominal de dichos tipos; y, por otra, que la diferencia entre rentabilidad y tipo nominal se hace progresivamente mayor a medida que aumenta el plazo de la operación, o sea el tiempo que media entre las fechas de compra y de vencimiento.

4. REGIMEN FISCAL DE LAS LETRAS DE CAMBIO

Las letras de cambio, con independencia de la finalidad última a que pueda servir su creación y, en su caso, su posterior circulación, están sujetas a tributación por el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados, heredero de diferentes gravámenes incluidos en el antiguo Impuesto del Timbre, según la escala contenida en el artículo 27.1 de la Ley reguladora de dicho Impuesto de 21 de junio de 1980. La incidencia de los tipos tributarios de la escala para cuantías que se acomoden a los límites superiores de los diferentes tramos de la misma es normalmente del 0,28 por 100 del importe de la operación (4) cuando ésta no exceda de seis meses, duplicándose en caso contrario, pues el artículo 26 de la citada Ley, conservando un principio tradicional en esta materia, establece que cuando el vencimiento de las letras exceda de seis meses, contados a partir de la fecha de su emisión, se exigirá el impuesto que corresponda al duplo de la base, que es siempre el nominal del efecto.

De la correcta tributación de las letras depende su fuerza ejecutiva, de conformidad con lo que dispone el citado artículo 27.1 de la Ley que, en este punto, viene a recoger también preceptos que arrancan del Impuesto del Timbre.

La imposición sobre actos jurídicos documentados en general, y en concreto sobre las letras de cambio, tiene, por tanto, un carácter formal y abstracto. Explica Rovira Tarazona (5) que esta imposición recoge los conceptos tributarios de gravamen sobre los documentos, una de las tres manifestaciones que tenía el Impuesto del Timbre, conceptos que se caracterizaban por gravar más al documento en que el acto consta que al acto jurídico en sí mismo considerado. Mucho menos, pues, se atiende, de acuerdo con esta tesis de Rovira, a la finalidad o finalidades económicas que puedan pretenderse con la realización del acto jurídico, sobre todo cuando éstas pueden ser tan variadas, e incluso múltiples, como en el caso de la letra.

La carga tributaria derivada de este gravamen es soportada inicialmente por el emisor, que normalmente la trasladará sobre el aceptante, como un coste más de la financiación obtenida por éste de aquél, instrumentada en una letra que, en el supuesto de las que ulteriormente se negocian en Bolsa, tiene el carácter de efecto financiero. Pese a que lo intrincado del juego de los mecanismos de traslación de los impuestos difícilmente permite formular afirmaciones categóricas en esta materia, no parece demasiado razonable suponer que exista repercusión vía precio de este gravamen (por otra parte,

moderado) al comprador de la letra. Máxime si se tiene en cuenta que el negocio básico, del que en último extremo trae causa un efecto negociado en el mercado —préstamo de la institución financiera a un tercero—, se documenta siempre, bien en letra o en póliza, con un coste de formalización bastante similar, que se acostumbra a cargar al beneficiario de la financiación.

Por lo que se refiere a la fiscalidad que afecta a los adquirentes de letras, el mercado bursátil comenzó a funcionar con la misma ausencia de definición expresa —que quizá no hiciera falta, puesto que la situación no presentaba demasiadas dificultades— con que venía actuando y ha seguido haciéndolo en volúmenes considerables el conjunto de transacciones sobre letras de cambio que tenían y tienen lugar al margen de la Bolsa.

El nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta aborda este tema de una manera que globalmente puede considerarse como aceptable, y que consiste, en líneas generales, en declarar sujetos los rendimientos derivados de la colocación de fondos en letras, aclarando al propio tiempo, de modo explícito, su no sujeción a retención (6), lo cual es por completo obvio, ya que ni tendría sentido técnico, ni prácticamente podría llevarse a cabo, al no existir cupón o algo equivalente, ni pago de intereses por parte del emisor.

Sin embargo, el texto aprobado por Decreto 2.384/1981, de 3 de agosto, no deja de presentar aspectos susceptibles de crítica. Así, el apartado *k)* del artículo 54 incluye dentro del concepto genérico de rendimientos del capital y del específico de rendimientos del capital mobiliario: «Los procedentes de la negociación de letras de cambio, así como los intereses de certificados de depósito.»

Desde el punto de vista técnico resultaría más adecuado el encaje de la rentabilidad derivada de las letras en el concepto de incrementos o disminuciones patrimoniales, ya que la misma no se obtiene, como se ha expuesto al comentar las razones de la no sujeción a retención, de unos intereses pactados, sino pura y simplemente de la diferencia entre el precio de compra y el de reembolso o, en su caso, el de venta. Pero además, no debería haberse olvidado que es posible que ese pretendido «rendimiento» pueda llegar a ser negativo, como sucedería si una variación al alza de los tipos de interés envileciera el precio de las letras previamente adquiridas. No es ésta una posibilidad meramente teórica, ya que cada vez es más frecuente la operatoria en el mercado secundario con cortos lapsos de tiempo entre la compra y la venta.

5. SIGNIFICADO FINANCIERO DEL MERCADO DE LETRAS

Como se verá en el epígrafe siguiente, el mercado de letras de cambio en Bolsa ha ido cobrando, a lo largo de los meses que siguieron a su aparición en enero de 1980, una importancia cuantitativa de cierta consideración.

Vamos a contemplar aquí otro aspecto, hasta cierto punto diferenciado, el referente a su significación cualitativa para el sistema financiero español, examinando qué aportación supone a la mejora de éste y qué papel desempeña dentro del conjunto de instituciones y elementos que lo integran y configuran. Son cuestiones éstas que, sin embargo, no pueden independizarse por completo de las consideraciones puramente cuantitativas, puesto que en el campo financiero adquiere especial importancia aquella certera observación de Seligman acerca de la especial naturaleza que, en las ciencias sociales, tienen las relaciones entre lo cualitativo y lo cuantitativo.

El mercado de letras en Bolsa supone, en primer término, la puesta en juego de un nuevo tipo de activo financiero bursátil y, por consiguiente, una ampliación de la gama de los que son objeto de contratación en el principal mercado financiero organizado, de conformidad con lo que, desde distintas instancias doctrinales, administrativas y profesionales se viene postulando. Esta tendencia a la ampliación de los activos negociables en Bolsa, a través de la extensión de las técnicas operativas, de la disciplina en cuanto a formación de cambios y publicidad, de la seguridad jurídica y económica, y de la infraestructura organizativa del mercado bursátil, a la contratación de bienes y de títulos diferentes de los valores mobiliarios clásicos (acciones, obligaciones y similares) es una exigencia derivada del proceso de diversificación de los instrumentos financieros y de colocación del ahorro que se está manifestando claramente en los últimos tiempos. Ante ese proceso, limitar la utilización de los me-

canismos bursátiles a la negociación de los valores tradicionales implica, sin duda, entre otras cosas, desaprovechar buena parte de las capacidades potenciales de la institución bursátil, que se desprenden de su organización técnica y de sus características funcionales básicas. Claro es, no obstante, que no todos los activos susceptibles en principio de contratación pueden serlo bajo un patrón operativo idéntico, sino que éste debe adaptarse a las peculiaridades propias de cada uno de aquéllos. Esto es justamente lo que se ha hecho en el caso de las letras de cambio que, como anteriormente se expuso, se negocian por un procedimiento de subasta distinto de los procedimientos normales en la contratación de valores mobiliarios.

En segundo lugar, este mercado de efectos proporciona posibilidades adicionales a los ahorradores, que pasan a tener a su alcance una nueva modalidad de colocación de dinero a plazo corto.

Aunque, como se ha dicho y repetido, el instrumento en que se materializa no fuera en absoluto desconocido con anterioridad, las diferencias formales existentes entre las letras bursátiles y las «otras» y, más que nada, el mero hecho de la integración de los efectos en un sistema público de contratación, permiten hablar con propiedad de la creación de un nuevo activo financiero a disposición de los oferentes de fondos. De la inclusión de la letra como objeto de contratación en Bolsa se siguen para ésta —y, por tanto, para sus tenedores— importantes consecuencias, no sólo en el terreno de la seguridad jurídica, sino también en cuanto a los factores de certeza y objetividad respecto del precio y en cuanto a la liquidez que proporciona el mercado secundario, en el que pueden venderse con facilidad las letras antes de su vencimiento.

Desde el punto de vista de las entidades libradoras —Bancos y Cajas de Ahorros— la cesión de las letras emitidas, representativas de préstamos concedidos a sus clientes, supone una refinanciación de estos préstamos, que aumenta lógicamente su capacidad financiera. En operaciones así estructuradas, los Bancos o las Cajas no inmovilizan recursos, sino que, en el fondo, vienen a actuar como meros intermediarios en unas financiaciones otorgadas por el mercado a los prestatarios finales, en las que su función más acusada es la de prestar una garantía, mediante un diferencial a su favor que retribuye su labor de análisis de la solvencia, así como la asunción del riesgo de la operación. En todo caso, aunque se examinara bajo otro prisma más convencional el papel de las entidades libradoras, lo que nunca se debería dejar de reconocer es la exacta adecuación que existe entre el plazo de prestación del dinero a los clientes y el de la cobertura de la financiación otorgada por dichas entidades, que no se da en ninguna o casi ninguna de las restantes actuaciones de intermediación financiera llevadas a cabo por los Bancos y las Cajas de Ahorros.

A lo largo de este trabajo se ha hecho alusión en diferentes puntos a la práctica de utilizar las letras como instrumento de colocación rentable de fondos, anterior a la implantación de un mercado en Bolsa para las mismas.

Dentro de este epígrafe conviene hacer algunas reflexiones sobre la repercusión que el mercado bursátil puede tener respecto de lo que, con bastante dosis de impropiedad, se ha llamado a veces «el otro mercado de letras». Es evidente que el nacimiento de aquél ejerce efectos competitivos sobre la colocación de letras al margen del mismo. Pero posiblemente, al menos en los primeros tiempos de coexistencia, no ha debido afectarla negativamente en cuanto al volumen de captación de fondos. El estudio ya citado, contenido en el *Boletín Económico del Banco de España,* constata, por el contrario, la expansión de las cifras de la cuenta de orden 12.3 de los balances bancarios, titulada «Otros efectos en circulación bajo nuestro endoso», y comenta (7): «Lo notable es que los saldos de esa cuenta, no sólo han reflejado el crecimiento de los saldos de letras negociadas en el mercado bursátil, sino que han mostrado un crecimiento adicional tan importante o más que el de estos últimos.» Aunque, como señala el propio estudio, el hecho en sí no es de fácil interpretación, una posible, aunque fuera sólo parcial, sería la de que la aparición del mercado propiamente dicho para estos activos y la publicidad que supone la información diaria en los medios de comunicación, han acrecentado el interés por el instrumento, de lo cual éste se ha visto beneficiado en general y con independencia del campo en el que juegue.

No hay información acerca de las transacciones de letras fuera de Bolsa, que por otra parte no se limitan sólo a aquellas en las que existe de alguna manera intervención de la Ban-

ca y Cajas de Ahorros, pero parece, desde luego, que su volumen es muy importante, que ha seguido aumentando, y que los tipos de descuento que se aplican son superiores en algunos casos a los de Bolsa. Esto no resulta anómalo si se tiene en cuenta su menor liquidez, la falta de mecanismos adicionales de seguridad y, cuando así suceda, la inferior calidad del «papel» por razón de la categoría de los garantes. Circunstancias todas ellas que es natural que tengan su reflejo en el precio y, por ende, en la rentabilidad.

De momento, pues, la competencia ejercida por el mercado de Bolsa no ha debido traducirse en una reducción del campo de las demás colocaciones en letras, sino que incluso, por las razones que antes se esbozaron, ha podido resultar ampliado. Ahora bien, la fijación de los tipos de descuento en el mercado y su conocimiento público habrá debido tener un influjo clarificador para el conjunto de las colocaciones en letras, al establecer, por lo menos, un tipo de referencia, válido con carácter general.

Por último, en lo que al contenido de este epígrafe concierne, es preciso considerar el valor que el mercado bursátil de letras de cambio puede tener como experiencia para otras iniciativas que contribuyan a mejorar y perfeccionar nuestro sistema financiero.

Uno de los problemas con que éste se enfrenta es la tendencia por parte de los oferentes de fondos hacia colocaciones a plazos cada vez menores, lo que se ha venido imponiendo y haciendo realidad merced a la posición de predominio de éstos, derivada de una multiplicidad de factores, entre ellos, destacadamente, la escasez originada por la caída del ahorro y el proceso de *crowding out* a los que da lugar la creciente absorción de recursos por el sector público.

Esta propensión a la liquidez es siempre lógica y mucho más en etapas marcadas por el signo de una incertidumbre generalizada, una de cuyas manifestaciones más acusadas es la que afecta a las perspectivas de comportamiento de los tipos de interés. Esta es, por otra parte, una de las razones en que se ha fundamentado precisamente el éxito inicial del mercado de letras, al brindar una colocación a corto plazo, y además movilizable, con un nivel de rentabilidad que permite la defensa contra la inflación.

Pero lo grave es que la acentuación de esa propensión tiende a su vez a producir dos efectos igualmente indeseables: la reducción de los plazos a que se otorga la financiación a los demandantes de recursos financieros —plazos que no permiten una cobertura mínimamente ortodoxa de las inversiones reales— y, al mismo tiempo, la generación de dificultades para las instituciones de intermediación financiera, presionadas en demasía por la excesiva volatilidad de los fondos que manejan, frente a unos compromisos muy dispares en cuanto a la dimensión temporal de sus operaciones de activo, por mucho que intenten reducirla.

Todo ello revela en el conjunto del sistema financiero, un debilitamiento de los mecanismos de transformación de los recursos en cuanto al plazo —que constituye una de las misiones fundamentales de aquél (8)—, cuando la dificultad de las circunstancias actuales, debida a las causas que se han bosquejado, debería conducir, por el contrario, a erigir en tarea prioritaria la de potenciar al máximo el juego de esos mecanismos transformadores (9).

El ejemplo que pueda representar a este respecto el mercado de letras es, desde luego, de validez limitada, porque los activos que en el mismo son objeto de transacción son, por lo general, emitidos a plazos que tienen que conceptuarse como cortos. Pero no resulta en absoluto desdeñable, porque sirve para poner de relieve las posibilidades que pueden brindar los mercados financieros para lograr la difícil conciliación entre los deseos, naturalmente opuestos, de los oferentes y los demandantes de fondos en lo que al plazo de éstos se refiere. Ese es, sin duda, el buen camino y no el de pretender de las instituciones de intermediación el esfuerzo imposible que supone la provisión por las mismas de liquidez por una vía bilateral a todo tipo de colocaciones que en ellas se hagan. Exceptuando las colocaciones a la vista, en las que esto tiene sentido, pero que no deben tener retribución o deben tenerla en términos puramente simbólicos, las demás deben tratar de encontrar, a través del mercado, esa «liquidez por sustitución», como la denomina Tagi, que se halla en la esencia de aquél.

6. COMPORTAMIENTO DEL MERCADO (ENERO 1980-OCTUBRE 1981)

Desde la implantación del mercado de letras en la segunda quincena de enero de 1980 hasta finales de octubre de 1981, la contratación total en las cuatro Bolsas ha sido de 64.937 millones de pesetas nominales, lo que permite suponer que a finales de año el volumen total negociado puede alcanzar una cifra superior a los 75.000 millones.

El cuadro N.º 1 recoge la evolución a lo largo del período considerado de la negociación global.

CUADRO N.º 1

CONTRATACION MEDIA MENSUAL

(En miles de millones)

1980:	
1.er trimestre	0,6
2.º trimestre	1,1
3.er trimestre	1,4
4.º trimestre	2,3
1981:	
1.er trimestre	4,6
2.º trimestre	5,0
3.er trimestre	4,8
Octubre (*)	6,1

(*) Cifras estimadas para Barcelona, Bilbao y Valencia.

Fuente: Elaboración propia sobre los datos del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

Estas cifras, aun con algunos altibajos, muestran una tendencia a la aceleración que se acentúa claramente desde los comienzos del segundo año de existencia del mercado, aunque hay que tener presente que es posible que los datos de este último reflejen los efectos del proceso de reinversión o recolocación de fondos que, como es lógico, dados los plazos normales de emisión de las letras destinadas al mercado bursátil (alrededor de un año, como veremos), se habrán dejado sentir precisamente a partir de enero de 1981, esto es, cuando empezaron a vencer las letras que habían sido colocadas en los primeros momentos de existencia de aquél. De todos modos, sin embargo, el fuerte crecimiento de los recursos invertidos en letras bursátiles es un hecho incuestionable. Aun en la hipótesis extrema de que la totalidad de las inversiones realizadas en los tres primeros trimestres de 1980 hubiera sido reinvertida a su vencimiento, puede estimarse, según se deduce de las cifras del cuadro anterior, que la aportación de nuevos fondos en el período equivalente de 1981, quintuplicaría a la del período enero-septiembre del año anterior.

En realidad, es perfectamente explicable que el crecimiento relativo en la aceptación del nuevo instrumento haya sido muy rápido en los primeros tiempos, como sucede en toda experiencia novedosa. Lo es también que la consolidación de unos mayores volúmenes en términos absolutos haya requerido un plazo prudencial —de un año más o menos en este caso— durante el cual se han vencido inercias de comportamiento, se han disipado recelos y se ha experimentado suficientemente el buen funcionamiento de este nuevo mercado. Incluso por razones puramente psicológicas, el cumplimiento del primer aniversario de la aparición del mismo, que permitió constatar la absoluta precisión de los mecanismos de cobro, con ocasión de los primeros vencimientos de letras emitidas, constituye un factor de cierta importancia para justificar el incremento de contratación que se registra en los primeros meses de 1981. La época de verano, comprendida en el tercer trimestre, provocó una contracción en el volumen negociado con respecto al período precedente, que no tiene nada de extraña. Pero las cifras de octubre de 1981 revelan la tendencia a la previsible recuperación del ritmo de expansión.

CUADRO N.º 2

PORCENTAJES DE DISTRIBUCION POR BOLSAS DE LAS CIFRAS TOTALES DE CONTRATACION

	Madrid (%)	*Barcelona (%)*	*Bilbao (%)*	*Valencia (%)*
Enero-diciembre de 1980	64,2	28,8	5,4	1,6
Enero-octubre de 1981	64,7	23,5	7,5	4,3

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, con cifras estimadas para Barcelona, Bilbao y Valencia en cuanto al mes de octubre de 1981.

La distribución por Bolsas de la negociación que ha tenido lugar hasta el presente queda reflejada en el cuadro n.° 2.

La participación relativa de las diferentes Bolsas muestra bastante uniformidad en los dos períodos considerados. Sólo existe una variación sustancial en el caso de Valencia, que puede ser debida a su más tardía incorporación a este mercado como consecuencia de que la transformación en Bolsa del hasta entonces Bolsín tuvo lugar en septiembre de 1980.

Tal como se ha señalado en diversos puntos de este trabajo, los vencimientos más usuales de las letras objeto de transacción en el mercado bursátil se sitúan en torno al año, por supuesto, cuando se trata de letras lanzadas primariamente a dicho mercado. Se han dado, sin embargo, casos de letras emitidas a seis meses, práctica que últimamente parece que tiende a cobrar una mayor importancia, aunque siempre dentro de límites muy modestos, y también algunas experiencias de utilización de plazos superiores.

La información estadística en esta materia proviene fundamentalmente de la tabulación hecha por el Banco de España sobre la base de los datos suministrados al mismo por la Bolsa de Madrid y los obtenidos de los *Boletines de Cotización* de las demás Bolsas (10).

De dicha información se desprende que las emisiones en el mercado primario en torno a un año suponen un 90 por 100 del volumen total; las emisiones a plazo superior, un 7 por 100; y las realizadas con vencimiento inferior (casi todas a unos seis meses), un 3 por 100.

CUADRO N.° 3

CLASIFICACION POR IMPORTES DE LAS LETRAS NEGOCIADAS

(Enero-septiembre de 1981)

NOMINALES	*N.° de efectos*	*% del total*	*Volumen (*)*	*% del total*
De 250.000	524	2,3	131	0,57
De 500.000	2.432	10,7	1.216	4,4
De 1.000.000	17.877	78,7	17.853	64,6
De más de 1.000.000	1.880	8,3	8.447	30,5
TOTAL	22.713	100,0	27.647	100,0

(*) Millones de pesetas.

Fuente: Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

También en lo que atañe a los nominales de las letras existe un grado importante de concentración en cifras de alrededor de un millón de pesetas, si bien puede observarse un cierto cambio del comportamiento emisor, ya que si al comienzo fueron frecuentes las letras de 750.000 y de 1.250.000 pesetas, al cabo de algunos meses fueron desapareciendo y fue generalizándose así el nominal de un millón (11) para todas las operaciones que pudiéramos denominar de dimensión media. Junto a ellas se utilizaron también con cierta profusión letras de 250.000 y 500.000 pesetas que, como consecuencia de la nueva normativa financiera de principios de 1981 y de las consiguientes indicaciones de las autoridades, dejaron de emitirse en la Bolsa de Madrid a partir de febrero.

Al objeto de contemplar un período en el que el comportamiento de los emisores ha sido más homogéneo a este respecto, se ofrecen a continuación las cifras referentes a la Bolsa de Madrid, que clasifican por importes los volúmenes contratados durante el año 1981. (Ver cuadro n.° 3.)

Como la estadística que sirve de base a este cuadro incorpora conjuntamente las informaciones del mercado primario y del secundario, las cifras de las letras de cuarto y medio millón contenidas en el mismo resultan superiores a las que corresponden a emisiones primarias de letras de esos nominales en el período considerado. Igualmente, el criterio de agrupación estadística empleado puede dar lugar a que en el concepto de letras de un millón hayan resultado incluidas algunas letras de 750.000 pesetas negociadas en el mercado secundario, puesto que convencionalmente se han consignado dentro de dicho concepto todos los nominales que sin exceder de un millón superaban las 500.000 pesetas. No obstante, el error cometido carece por completo de significación dentro del conjunto y no desvirtúa en lo más mínimo el marcado predominio del nominal de un millón en cuanto a la frecuencia de su utilización por los emisores de letras bursátiles.

Los tipos de descuento se han

agrupado, asimismo, de modo muy acentuado, en torno a determinados valores modales. Estos, sin embargo, han experimentado variaciones, aunque ligeras, durante los meses de vigencia del mercado, variaciones que en general se han acomodado bastante a las registradas en el mercado monetario, sobre todo durante 1981.

El mercado comenzó con el tipo del 13 por 100 como más frecuente, equivalente a una rentabilidad para efectos a un año del 14,94 por 100, pero a partir de abril de 1980 se elevó a $13^{1/2}$ (equivalente a 15,60) y así permaneció hasta fines de enero de 1981. En marzo de 1981 los tipos tendieron a bajar (también lo hicieron los del mercado interbancario), registrándose probablemente los descuentos normales más bajos para el mercado primario, $12^{6/8}$; tras una leve recuperación en el mes siguiente, hubo una nueva flexión a la baja en el verano, época en la que la disminución estacional de la demanda facilitó la práctica de tipos de $12^{7/8}$. En el mes de octubre, en el que la negociación se reanimó considerablemente, se experimentó un nuevo aumento, llegando a alcanzarse algunos días tipos de $13^{2/8}$, si bien el descuento más frecuente para el conjunto del mes se ha cifrado en $13^{1/8}$. En definitiva, pues, la traducción de los valores modales extremos en términos de tasas de rentabilidad efectiva, arroja unos valores comprendidos entre 14,61 y 15,60 por 100, o sea que la oscilación máxima ha sido casi exactamente de un punto porcentual en un período de unos veinte meses. Dado el nivel absoluto de las tasas de rentabilidad, esto supone una gran estabilidad, acorde con la experimentada en ese tiempo por los tipos de interés más significativos del sistema.

CUADRO N.° 4

CONTRATACION DE LETRAS SEGUN TIPOS DE DESCUENTO

	1980 (%)	*1981 (*) (%)*
13,75 por 100 o más	1,15	0,40
13,625 por 100	1,40	0,85
13,50 por 100	64,50	11,55
13,375 por 100	11,10	4,45
13,25 por 100	10,37	8,73
13,125 por 100	0,86	7,77
13 por 100	7,50	16,58
12,875 por 100	0,13	13,02
12,75 por 100	1,07	18,28
12,625 por 100	0,02	6,19
12,50 por 100 o menos	1,90	12,18
TOTAL	100,00	100,00

(*) Enero-septiembre.

Fuente: Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

En el cuadro n.° 4 se recogen los porcentajes de contratación en la Bolsa de Madrid, para los períodos que se indican, a los distintos tipos de descuento.

Estas cifras ponen de relieve el menor nivel de los tipos modales de descuento practicados en 1981 respecto a los que predominaron en 1980. Sin embargo, acusan también el influjo del desarrollo, en el último período considerado, del mercado secundario, en el que los tipos suelen ser más reducidos que en el mercado primario. Esto es consecuencia, no sólo de que, como es obvio, los plazos que restan hasta el vencimiento son menores en aquél que en éste —y existe una tendencia a la reducción de los tipos nominales cuanto menor es el plazo de la colocación—, sino también a que la mayor parte de las transacciones de mercado secundario tiene lugar sobre efectos próximos a vencer, o sea, a un plazo remanente bastante corto, normalmente de dos a tres meses.

El mercado secundario a que acabamos de aludir posee una importancia destacada de cara a las posibilidades futuras del mercado de letras. Su desarrollo ha sido paulatino y, como es lógico, más lento, al principio, que el del mercado primario, aunque ha alcanzado ya volúmenes aceptables, que últimamente propenden a crecer incluso más rápidamente que los de la contratación primaria. En 1980 la relación mercado secundario-mercado primario fue del 4,6 por 100, en tanto que en el período enero-octubre de 1981 se sitúa en el 6,4 por 100 para el conjunto de las cuatro Bolsas. Hay que hacer notar que de la información disponible se desprende una disparidad bastante marcada en cuanto al comportamiento en este terreno

de las diferentes Bolsas, como se deduce del cuadro n.º 5.

Tratándose de activos generalmente a corto plazo, existe una acusada vocación de permanencia hasta el vencimiento por parte de la mayoría de los operadores. No obstante, como quiera que, al propio tiempo, hay una demanda potencial de letras a plazos aún más cortos, que tiende a exceder en ocasiones (12) a la oferta provocada por deseos espontáneos de desinversión anticipada, la tendencia a la reducción de los tipos de descuento en tales casos proporciona una buena oportunidad para la venta de letras y su sustitución por otras a mayores plazos. Por ello en Madrid se ha detectado la presencia de instituciones que rotan su cartera de efectos de una manera más o menos sistemática, con lo que refuerzan de este modo la rentabilidad de la misma con los diferenciales obtenidos en las operaciones de venta y que vienen además a prestar objetivamente un buen servicio al mercado, al ampliar su liquidez. Esto puede explicar, al menos en parte, si es que este tipo de actuaciones se ha localizado preferentemente en la Bolsa de Madrid, esa disparidad a que antes se hacía referencia.

Para terminar el contenido del presente epígrafe, conviene hacer una breve consideración acerca de un problema que se suscitó principalmente con motivo de la implantación del mercado de letras, y que es el referente a la repercusión que pudiera tener respecto del mercado de valores. Los detractores del nuevo mercado —que los hubo— alegaron que la colocación en letras podría afectar muy sensiblemente a la inversión en valores mobiliarios, desviando recursos hacia aquéllas y deteriorando las cotizaciones. La contraargumentación se basaba en que la inversión en letras no goza de ninguna protección —las letras no tienen cabida en ningún coeficiente de inversión ni gozan de ventajas fiscales, que hoy constituyen una motivación muy importante para la adquisición de valores—, y también en el hecho de que con anterioridad existían ya amplias oportunidades de colocar dinero, tanto en letras como en modalidades alternativas similares.

CUADRO N.º 5

PORCENTAJES DE LA CONTRATACION EN EL MERCADO SECUNDARIO RESPECTO DE LA DEL PRIMARIO

(Enero-octubre de 1981)

	%
Madrid	8,1
Barcelona	3,5
Bilbao	5,4
Valencia	2,3
TOTAL DE LAS BOLSAS	6,4

Fuente: Elaboración propia sobre datos del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid. Cifras de octubre estimadas.

En el mundo financiero no existen compartimentos estancos y, por ello, no puede descartarse por completo que la adquisición de letras sea competitiva en algún grado respecto de la compra de acciones u obligaciones. Sin embargo, parece que quienes defendían el mercado cambiario estaban más acertados que quienes lo atacaban. Por una parte, por la solidez de los argumentos de aquéllos; por otra, porque hasta ahora los hechos les han dado la razón. Cualquier especulación sobre el posible desarrollo alternativo de acontecimientos pasados es siempre aventurada. Y, por tal motivo, tampoco puede asegurarse que, en ausencia del mercado de letras, lo que clásicamente se entiende por «la Bolsa» no hubiera experimentado en estos dos últimos años un comportamiento más favorable. Pero lo innegable es que, tras mucho tiempo de profunda crisis y de continuada depresión de las cotizaciones y de la negociación, ha sido precisamente a partir de 1980 —por supuesto, por razones por completo ajenas— cuando se ha iniciado una recuperación de los cambios de los valores y un aumento de los volúmenes contratados.

7. PERSPECTIVAS DE EVOLUCION

El arraigo definitivo del mercado bursátil de letras de cambio en el panorama financiero español, que parece que puede pronosticarse con base a su satisfactoria andadura inicial, exige el desarrollo del mercado secundario, que, como se ha visto, ha ido también desplegándose en estos primeros tiempos.

Como en todo mercado financiero, aunque verse sobre activos con vencimiento a plazos no dilatados, el mercado secundario es una apoyatura fundamental para el lanzamiento al mismo de emisiones, las cuales tendrán tanto mayor aceptación cuanto mayores sean las posibilidades efectivas de

desinversión, porque aunque no sea la intención originaria de los oferentes de fondos la de recobrarlos antes del vencimiento de los títulos adquiridos, la mayor parte de ellos otorga un valor considerable a la susceptibilidad de lograr la recuperación en cualquier momento o, por lo menos, en un momento próximo en el tiempo con respecto a aquel en que se pueda adoptar, por la razón que sea, una decisión en tal sentido.

Pero además, en nuestro caso, la fluidez del mercado secundario tiene una importancia especial en cuanto que hace factible el empleo del mercado para colocaciones transitorias de excedentes financieros, a plazos sensiblemente inferiores a los de la vida de las letras, lo que siempre tiene utilidad, pero más si se tiene en cuenta que muchos particulares, empresas e instituciones tienen vedado el acceso a otras facetas de lo que en sentido amplio puede llamarse el mercado del dinero, del que el mercado bursátil de letras constituye ya una de las piezas.

Finalmente, el desarrollo previsible del mercado secundario debe conducir a la introducción de letras a plazos mayores que los normalmente practicados en esta primera etapa junto a las hasta ahora más usuales, que son las de vencimiento en torno al año. El mercado de letras, por su naturaleza, nunca será un mercado de títulos a largo plazo. No obstante, no parece ni muchos menos descartable que no tardando mucho tiempo pueda albergar emisiones de letras, por ejemplo, a dieciocho meses y a dos años, con el respaldo de un mercado secundario más desarrollado y activo, lo cual prestaría una contribución importante, cuando difícilmente las emisiones de obligaciones (títulos de la Deuda incluidos) pueden emitirse a más de tres-cuatro años y eso contando con el apoyo de la deducción por inversiones en el Impuesto sobre la Renta, en su aspecto de incentivo y en el de la limitación que implica el período mínimo de tres años de mantenimiento de las inversiones acogidas a la deducción.

Cabe también contemplar para un futuro próximo la ampliación de la fórmula utilizada, dando entrada a modalidades distintas, tales como las letras avaladas o aceptadas por las instituciones que hasta ahora han venido actuando sólo como libradoras, o incluso a letras en las que la garantía básica descanse en la participación de otras instituciones diferentes.

Por lo que respecta a la relación del mercado bursátil con el campo, más extendido, que supone la operatoria sobre letras en general, la perspectiva más lógica, y a la vez más objetivamente deseable, es la de que de manera progresiva, se vayan canalizando hacia aquél cuotas crecientes de esta operatoria, aunque quede una parte importante de la misma al margen de la Bolsa, constituida por las operaciones que, por sus características, puedan plantearse sobre bases de relación bilateral, o por aquellas en las que se busque conscientemente por parte del inversor una mayor rentabilidad, que compense el mayor riesgo y la menor liquidez.

NOTAS

(1) Martes y jueves, en Madrid y Bilbao; martes y viernes, en Barcelona, y miércoles y viernes, en Valencia.

(2) *Los mercados de letras de cambio: información estadística y evolución,* páginas 36 y ss.

(3) Si bien, por las razones que expone, prefiere utilizar como frontera delimitadora un período teórico de 395 días, en vez del año natural. Véase *Boletín Económico del Banco de España,* n.º julio-agosto 1981, página 38.

(4) Ese porcentaje es el que rige para los tramos de la tarifa comprendidos entre 250.000 y 32.000.000 de pesetas, siendo menor para los inferiores y mayor (3 por 1.000) para el exceso respecto de este último importe.

(5) JUAN ROVIRA TARAZONA, «El Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y Actos jurídicos documentados», en *Comentarios a la Ley de la Reforma del Sistema Tributario* (Ediciones ICE, Madrid), pág. 141.

(6) Véase n.º 6 del artículo 147.

(7) Estudio citado, pág. 44.

(8) En la exposición de este principio, de aceptación doctrinal prácticamente unánime, puede destacarse, a título de ejemplo, la defensa que del mismo hace WILLIAM J. BAUMOL en *The Stock Market and Economic Efficiency* (Fordham University Press, Nueva York, 1965), págs. 2 y ss.

(9) Consideraciones más detalladas sobre este problema pueden encontrarse en otros dos trabajos míos: *El Sistema Financiero Español* (Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 1980), págs. 90 y ss., y *Algunas reflexiones sobre la reforma del Sistema Financiero,* PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA, n.º 7, págs. 85 y ss.

(10) Véase estudio citado en el *Boletín Económico del Banco de España,* n.º julio-agosto, cuadro VII-16, de la pág. 41.

(11) Es lógico que las entidades emisoras traten de minimizar la incidencia del impuesto sobre actos jurídicos documentados sobre las operaciones financieras documentadas en letras destinadas al mercado bursátil, acomodándose a los límites superiores de los distintos tramos de la escala. Por eso la modificación operada por la Ley de 21 de junio de 1980 reforzó la tendencia a no utilizar efectos de 750.000 y 1.250.000 pesetas y emplear más las de un millón.

(12) A título anecdótico, pero no carente de significación, puede destacarse la demanda para letras con vencimientos próximos a las fechas de ingreso del Impuesto sobre la Renta, especialmente del segundo plazo, cuyo importe se conoce de antemano con más certeza.

LAS LETRAS DE CAMBIO EN LA BOLSA

Desde el 15 de enero de 1980 se contratan letras de cambio en la Bolsa de Madrid, seguida algunas semanas después por las Bolsas de Barcelona y Bilbao, y desde octubre siguiente por la de Valencia. Esta «novedad» bursátil ha sido objeto de comentarios periodísticos y privados y, ante la curiosidad pública, ha ido consolidándose, con lo que puede decirse que, por fin, las Bolsas españolas han dado entrada, en un mercado organizado, a valores mercantiles distintos de los que tradicionalmente vienen siendo objeto de contratación. Por ello, con la perspectiva que permiten los meses transcurridos, **José Fernández Alvarez-Castellanos** glosa algunos de los aspectos más interesantes de este mercado.

ANTE todo, hay que señalar que en realidad ni la negociación de letras es un hecho nuevo de nuestra vida financiera, ni tampoco es verdadera novedad su contratación en Bolsa.

En el primer aspecto es innecesario recordar aquí la transmisibilidad esencial a las letras de cambio, que, como se ha dicho acertadamente, son «títulos viajeros», primero en el sentido geográfico y después, sobre todo, en el de su traslación entre actores de la vida económica. Si entre las distintas funciones de las letras hoy en día es primordial la de servir de instrumento de crédito, y si, por otro lado, los créditos son objeto de transmisión en la vida económica, resulta no ya lógico sino casi obligado que se negocien letras de cambio tanto como otros títulos valores representativos de crédito contra terceros. Por ello, desde que el endoso como medio de transmisión de la letra se hizo plenamente libre, podían existir y han existido los mercados de letras, fomentados por las garantías ejecutivas de estos títulos y más o menos desarrollados en función de las circunstancias propias de cada sistema financiero. Y aunque tal contratación, no encuadrada en la organización de un mercado oficial, presenta innegables riesgos, es sabido que sólo en Madrid es de varios miles de millones de pesetas el montante de las letras que anualmente se contratan.

Por otro lado, tampoco es rigurosa novedad que las letras se contraten en Bolsa, porque desde su fundación las Bolsas españolas tuvieron su negociación como uno de sus posibles objetos. Cabe recordar al respecto que la Bolsa de Madrid se creó y reguló por la Ley de 10 de septiembre de 1831, con el doble carácter de Lonja para las operaciones mercantiles generales y centro especial, con carácter de monopolio, para la contratación de efectos públicos. Y en el primero de dichos aspectos, el artículo 2.° de la Ley se refiere ya como «Objetos especiales de las operaciones de la Bolsa» a «La (negociación) de las Letras de Cambio, Libranzas, Pagarés y cualesquiera especie de valores de comercio procedentes de personas particulares». Como se ha dicho recientemente al respecto: «Es un tremendo error creer que la Bolsa de Madrid al establecer un corro de letras rompe la tradición y se encara con un modernismo extraño y circunstancial» (1).

Además, la negociación de las letras no ha desaparecido en ningún momento de los reglamentos de Bolsa, si bien es cierto que la inclusión de estos efectos entre las materias de contratación bursátil era en los últimos tiempos meramente teórica. Así pues, lo que ahora se ha producido no es más que el reencuentro, totalmente lógico, de las letras con la Bolsa, institución que recobra así uno de sus objetos naturales de contratación. Con ello, en el esquema de situación del mercado bursátil dentro del sistema financiero, se produce una perceptible modificación en el doble sentido de reasumir una competencia que teóricamente nunca perdió y de acercarse más hacia el mercado de dinero o de capitales a corto plazo (2).

Como es sabido, este reencuentro de las letras y la Bolsa ha sido estimulado por la conveniencia de abrir nuevos cauces de atracción de recursos financieros hacia algunas instituciones crediticias, cuya estructura hace especialmente aconsejable esta forma de refinanciación de sus operaciones activas. En efecto, la letra «financiera», en que se documenta el crédito concedido por un Banco a un cliente, es descontada por aquél al venderla en la Bolsa, con lo que recupera el importe del crédito (menos el descuen-

to) y puede volver a empezar un nuevo ciclo de crédito-letra-descuento, de manera que, en muy pocos días, puede obtener la refinanciación de cualquier operación activa y, a lo largo del año, conseguir así multiplicar el número de tales operaciones en una notable proporción.

Desde luego, no cabe descartar que este mercado pueda intentar utilizarse también para la previa obtención de pasivo, que después se colocaría en operaciones activas, a través del descuento o venta de letras aceptadas por firmas que se presten a ello (aceptaciones), posibilidad teóricamente clara puesto que estas letras «externamente» son idénticas a las financieras. Pero el condicionamiento establecido para el acceso a este mercado rechaza tal posibilidad, puesto que uno de los requisitos exigidos por la Bolsa para la admisión de letras a negociación es que estén libradas por un Banco admitido, extendidas a su propia orden y aceptadas por alguno de sus *clientes.* Puesto que el término «clientes» se debe entender en su verdadero sentido de empresas que han obtenido crédito de las entidades ofertantes de las letras, sólo deben entrar en el mercado las letras financieras y no las aceptaciones, de forma que no haya la menor duda respecto a la «sanidad» de las operaciones así refinanciadas. En todo caso, la definitiva garantía para el inversor radica en la solvencia del Banco librador que es a quien se tendría que demandar, en vía de regreso, el pago de la letra si el aceptante no la pagase, solvencia que en todos los casos de entidades admitidas a este mercado es absoluta.

Por lo demás, el planteamiento financiero de este mercado significa, por la utilización de los servicios mediadores de las Bolsas, una reducción considerable de los costes de captación de pasivo para las entidades adheridas. Si, como recientemente se sostiene (3), «los Bancos y las Cajas deben marcar cuatro o cinco puntos entre tipos pasivos y activos», es evidente que alguno de esos puntos puede pasar al ahorrador en forma de mayor tipo de descuento en la adquisición de las letras a causa de ese ahorro de gastos, con lo que el tipo efectivo de interés resultante en este mercado, por lógica, debe situarse algo por encima de los que se ofrecen en las operaciones pasivas normales de las mismas entidades.

Expuestas así las líneas generales en que se enmarca este mercado, parece obligado referirse seguidamente a sus aspectos concretos más interesantes, para terminar de perfilarlo. En este sentido, parece que lo primero debe ser hacer referencia a su regulación y características jurídicas, bursátiles y técnicas, para completar después este esbozo con lo relativo a los aspectos económicos y fiscales de mayor interés para los ahorradores privados.

ASPECTOS JURIDICOS

En lo jurídico, la inversión goza de las garantías inherentes a toda letra de cambio, reforzada por la intervención de Agente en su libramiento y aceptación (con los efectos procesales de exclusión de excepciones que ello significa llegado el momento de reclamar el pago), más la garantía que supone la obligación que los Bancos adheridos contraen de hacer a la Bolsa la necesaria provisión de fondos a fin de que, a su vez, la Junta Sindical de la propia Bolsa pueda efectuar el pago oportunamente. Para esto último se exige que la letra no haya salido del circuito bursátil, bien porque el adquirente la haya depositado, como está previsto, en la Junta Sindical y no la haya enajenado después, bien porque tras adquirirla y depositarla se haya cedido y redepositado en el mismo mercado bursátil (que incluye tanto letras «nuevas» como las ya negociadas antes en el mismo mercado; estas últimas integran pues una especie de «mercado secundario»).

Si, por el contrario, las letras se «extraen» del circuito bursátil, bien porque no se depositan en la Junta Sindical, bien porque se retiran después de adquirirlas, desaparece el compromiso de gestión de pago oportuno por parte de la Bolsa, como es norma en cualquier contrato de depósito cuando se retira por el depositante la cosa entregada en custodia; si bien, obviamente, se mantienen todas las garantías originarias e intrínsecas de la propia letra.

Además, en todo caso, la letra renegociada presenta para el último adquirente la mayor garantía que significa la obligación cambiaria que asume cada uno de los sucesivos endosantes.

REGULACION Y TECNICA BURSATIL

En cuanto a lo puramente bursátil, ya se ha dicho antes que las letras nunca han salido de los Reglamentos de la Bolsa como materia contratable.

Basta indicar aquí que, al menos, ocho artículos del actual

Reglamento se refieren expresamente a estos valores y que otros catorce son plenamente aplicables a la contratación y liquidación de las operaciones que sobre los mismos se realicen (4). Por ello, la organización de este mercado por la Bolsa ha encontrado fácil apoyo en la normativa preexistente, con las lógicas adaptaciones a las peculiaridades de los valores a negociar, y, sobre todo, se ha establecido una regulación que permite mantener al máximo la seguridad jurídica y económica propia de las operaciones de Bolsa, e incluso reforzarlas.

Al respecto cabe referirse a los siguientes puntos concretos:

a) Hay una etapa previa en la que se plantea y decide la admisión a contratación de estos títulos, de acuerdo con lo previsto expresamente al respecto para las subastas bursátiles en el artículo 252 del vigente Reglamento, y cumpliendo en todo lo posible los mismos requisitos que en los expedientes de admisión de valores mobiliarios a la Cotización Oficial. Como consecuencia se exige:

1.° En cuanto a las letras, los ya indicados requisitos de libramiento a la propia orden por la entidad ofertante y aceptación por alguno de sus clientes, así como que estén intervenidas en libramiento y aceptación por Agente de Cambio y Bolsa.

2.° En cuanto a los Bancos que solicitan su adhesión al sistema, se toman todas las medidas de garantía que se estiman necesarias para la máxima seguridad económica de las operaciones a realizar.

b) La contratación se lleva a efecto con arreglo a las normas y usos bursátiles más estrictos con el fin de conseguir que, como exige el artículo 142 del Reglamento «para toda operación de Bolsa», «la determinación del cambio» se haga «en régimen de mercado», es decir, con absoluta sujeción a la oferta y la demanda existentes en cada momento.

c) Por fin, la etapa de liquidación de las operaciones concertadas se cumple también con arreglo a normas que necesariamente implican máxima rapidez y eficacia de ejecución.

En cuanto a los aspectos técnicos, cabe indicar que, dentro del mayor respeto al régimen de oferta y demanda, la negociación se realiza según la técnica de viva voz, dirigida por el vocal de la Junta Sindical encargado de la contratación, mediante la manifestación por los Agentes de sus posiciones sobre tipo de descuento a medida que se van enunciando los efectos ofrecidos y los cambios previsibles de menor a mayor descuento. La subasta se ordena por grupos homogéneos de Letras, según cantidad y vencimientos, y los cambios practicables oscilan por octavas partes de puntos porcentuales de descuento.

Por último, tras la correspondiente liquidación, el adquirente recibe fotocopia de las letras compradas y el resguardo de su depósito en la Junta Sindical, salvo que prefiera obtener la propia letra que se le entrega y queda excluida del «circuito» bursátil, con las consecuencias antes indicadas.

Si se demanda un número de efectos superior al ofrecido, la adjudicación a los compradores se hace mediante sorteo, y análogamente se procede para los vendedores en caso de que, habiendo más de un Agente ofertante de efectos idénticos, sean menos los demandados que los ofrecidos. Las letras no negociadas en el primer corro de cada sesión (5) quedan para el segundo y si la subasta vuelve a quedar desierta pueden negociarse en sucesivas sesiones, hasta su efectiva adquisición o su retirada del mercado.

CONSIDERACIONES ECONOMICAS

En lo económico, la adquisición de letras de cambio constituye una inversión con características peculiares en cuanto a las condiciones que generalmente se exigen a los activos bursátiles: seguridad, rentabilidad y liquidez.

En el apartado de seguridad de la inversión hay que distinguir dos aspectos parciales: garantía de cobro y garantía de cantidad a cobrar. En el primer sentido habría que repetir lo ya dicho respecto a la solvencia de los implicados en la letra, siendo en definitiva la del Banco emisor la que debe juzgar el adquirente; dado el extremo cuidado con que en este punto procede la Bolsa, puede estimarse que este riesgo es nulo absolutamente.

Por otra parte, la seguridad de recuperación del montante de la inversión es, por definición, total al vencimiento de la letra, prefijado inexorablemente desde su emisión, sin dependencia de sorteos o circunstancias dilatorias de cualquier tipo. Llegado ese momento, el inversor cobrará indefectiblemente el

nominal del efecto, suma de la inversión realmente efectuada y la renta producida por la misma: la garantía es, pues, total para ambos conceptos. Incluso suele producirse un fenómeno psicológico derivado de haber pagado por la letra sólo el importe del nominal menos el descuento, y es que el inversor, además de que efectivamente su riesgo potencial sólo alcanza a la cuantía del efectivo invertido, tiene la sensación de haber adquirido un activo por un precio inferior al real, con lo que en términos patrimoniales espera ver incrementado su capital al fin del ciclo de la operación. Es claro que en rigor esto no es así, pero lo que sí es evidente es que el inversor valora el hecho de haber colocado su dinero en un activo del que, sin necesidad de actuación alguna, en su momento obtendrá mayor cifra real que la invertida. Y esto en una época en que la inmensa mayoría de los inversores bursátiles españoles ha visto reducido el valor de su inversión, en pocos años, a un porcentaje muy bajo respecto al coste, es muy importante. Así, pues, fuera del campo de las convicciones subjetivas, en el terreno de los datos estrictamente económicos, hay que destacar la total seguridad que también en este aspecto presenta la adquisición de letras: al inversor que no piensa revender no le afectan las fluctuaciones bursátiles; conoce de antemano la cantidad que tiene que cobrar, y sabe, por tanto, que además de recuperar íntegra y en todo caso su inversión, obtendrá un cierto porcentaje de rendimiento.

En cuanto a rentabilidad, ya se ha indicado que, si en general debe estar alineada con los tipos de interés del mercado, puede y debe ser algo superior a la de otras colocaciones. Comparativamente, parece que un diferencial de unos dos puntos porcentuales es la máxima diferencia que cabe esperar respecto a la de otras colocaciones, en base a los menores gastos que esta forma de captación de dinero significa. Sin embargo, no parece adecuado entrar en comparaciones concretas con la rentabilidad de otras colocaciones tradicionales similares —imposiciones a plazo fijo, obligaciones, bonos y otros títulos de renta fija, o certificados de depósito—, ya que tal comparación no sería homologable por tratarse de activos similares pero distintos. Quizás precisamente por esa diferenciación ha sido bien recibida la aparición de este nuevo mercado bursátil, y se han canalizado a través de él cifras importantes sin merma de la negociación de los restantes títulos que se han mantenido en cifras comparables a las de períodos anteriores. Sencillamente, la demanda ha apreciado favorablemente la diversificación y enriquecimiento que para el mercado ha supuesto la introducción de las letras de cambio (6) y (7).

Respecto a la liquidez, la posibilidad de transmisión ulterior de las letras sólo tiene que ser relativa, puesto que la certeza de su vencimiento permite en cada caso plantear la inversión al plazo que interese, con lo que el adquirente se libera de la necesidad de asegurarse una liquidez que sí precisa en el caso de otros títulos no amortizables, o de vencimiento más dilatado, o prefijado en forma menos flexible. Si la liquidez se pretende conseguir mediante la negociación de los efectos en la propia Bolsa («mercado secundario»), las posibilidades teóricas de transmisión son idénticas a las de letras nuevas que tengan el mismo vencimiento y nominal, puesto que conservan intactas todas las ventajas de su adquisición en Bolsa. Si bien, a medida que se va acercando el vencimiento, estas letras son lógicamente menos demandadas por quienes buscan realizar una inversión a plazo medio, este mercado secundario ofrece buenas posibilidades a inversores a plazo muy corto, al tiempo que la venta efectuada antes del vencimiento por quienes compraron originariamente la letra puede permitir a éstos obtener mayor rentabilidad que la prevista en principio (8).

TRATAMIENTO FISCAL

En el plano fiscal puede intentarse un rápido análisis del tratamiento de estos activos desde el punto de vista de los dos impuestos directos principales actualmente en vigor: Impuesto sobre el Patrimonio, por un lado, e Impuesto sobre la Renta o de Sociedades, por otro.

En el primero, Impuesto Extraordinario sobre el Patrimonio de las Personas Físicas, es claro que la titularidad de una letra el día del devengo del impuesto (31 de diciembre de cada año), constituye hecho imponible, por lo que sólo se plantea cómo se debe realizar su valoración. Desde luego no cabe asimilar este caso al de «certificados de depósito o documentos equivalentes» que, según la Ley 50/1977, «se computarán por su valor nominal», porque, si bien en tales certificados dicho valor nominal corresponde a la inversión previamente hecha, en el caso de las letras el importe nominal

no se tiene derecho a cobrarlo hasta que llegue el vencimiento. Como lo que se pretende es valorar este activo al día del devengo, habrá que calcular su valor actual matemático dicho día.

Esta solución viene amparada por la norma del apartado *i)* del artículo 6.° de la misma Ley, al referirse a activos sin reglas específicas de valoración, en cuyo caso el valor «será el de mercado», y está abonada por la regla del apartado *e)* del mismo precepto, que manda que los seguros de vida (activos no exigibles hasta otro momento posterior, como las letras) se computen «por su valor de rescate en el momento del devengo del impuesto», que parece de clara aplicabilidad analógica al caso de las letras. El tipo de interés al que habría que calcular aquel valor actual sería el del mercado, es decir, lógicamente, el que tal día del devengo se hubiera aplicado en las propias Bolsas a letras de idénticas características, especialmente en cuanto a su vencimiento, pero aunque legal y financieramente este procedimiento de valoración parece inobjetable, es casi impensable su aplicación práctica, sobre todo en el trámite de declaración y autoliquidación por el interesado. Por ello, y mientras no se consagre otra solución mejor, quizás debiera admitirse que las letras se valoren por su coste efectivo de adquisición, aunque no sea ésta la valoración teóricamente más correcta.

Ya dentro de los Impuestos generales sobre la Renta (de Personas Físicas o de Sociedades), ha estado muy extendida la duda de si el beneficio obtenido de la inversión en letras de cambio debe tratarse como rendimiento de capital o como incremento patrimonial. La discusión se apoyaba en la consideración de los aspectos especiales que presentan estas inversiones, sobre todo el hecho de que tal posible beneficio va incluido en el nominal a cobrar llegado el vencimiento, o en el efectivo a percibir en una transmisión anterior a ese momento, lo que sólo permite calcular dicho beneficio por diferencia entre lo invertido inicialmente y lo cobrado al final del ciclo. Como precisamente tal diferencia es la que la Ley considera como imponible en los incrementos de patrimonio, y, por otro lado, es perfectamente sostenible que la operación consiste en la adquisición de un activo patrimonial y posterior realización del mismo, ha estado muy extendida la opinión de considerar aquel beneficio como incremento de patrimonio. Además, la definición legal de éste es tan amplia que incluye como tal (artículo 77 del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas) la variación patrimonial derivada de la sustitución de un derecho por otros bienes o derechos como consecuencia del ejercicio de aquél, que evidentemente parece comprender el caso de las letras que se cobran a su vencimiento.

Sin embargo, el nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (9), en su artículo 54.1.k), incluye entre los «rendimientos procedentes del capital mobiliario» a «los procedentes de la negociación de letras de cambio», con lo que queda resuelta la duda planteada.

No obstante, y a título de opinión personal, no parece que esta calificación reglamentaria sea inobjetable. Aparte de que ni la Ley ni el Reglamento dan una definición conceptual de «rendimientos» en la que por su naturaleza se pudieran incluir los aquí considerados, cuando por el contrario sí la dan de «incrementos y disminuciones patrimoniales», la calificación reglamentaria se hace indiscriminadamente, sin tener en cuenta las diversas posibilidades que en la realidad se pueden plantear y, sobre todo, sin apreciar debidamente la naturaleza jurídico-financiera de las letras de cambio. Debe estimarse que la letra es para su adquirente no sólo una mera colocación de dinero, sino además un título que permite mediante su posterior cesión obtener un resultado especulativo. Lo que sucede es que tanto la renta, producto de la colocación, como este resultado aparecen inseparablemente unidos al realizar la letra y cobrarla. Si esta realización y cobro se produce mediante la percepción del nominal al vencimiento, sí parece acertada la solución reglamentaria, porque el tenedor no habrá enajenado la letra como tal, sino que se habrá limitado a cobrar un crédito vencido a su favor en cuyo importe se incluye tanto su primitiva inversión como el rendimiento de la misma, y, al no haber cedido la letra antes de su vencimiento, ha renunciado a las posibilidades especulativas que en principio tenía, lo que justifica que en ese caso no pueda calificarse su beneficio como incremento patrimonial. Si, por el contrario, la letra se renegocia antes de su vencimiento, el resultado obtenido es, a todas luces, especulativo: diferencia entre precio de coste y precio de venta que encaja perfectamente en las definiciones legales de incrementos patrimoniales. Además, no parece más correcta la opinión de que tal

resultado es rendimiento de capital, aunque en un período menor del previsto inicialmente hasta el vencimiento, porque se trata de un ingreso provocado por el acto de cesión realizado por el inversor y no por la «vis» productiva propia del capital, ya que esa fuerza productiva de renta no se plasma hasta el momento del vencimiento (10).

Debe indicarse además que el propio Reglamento citado, probablemente por razones sólo prácticas, en su artículo 147,6 excluye de la obligación de retención en la fuente «los rendimientos del capital mobiliario procedentes de la negociación de las letras de cambio en el mercado bursátil...».

Así pues, despejadas las dudas sobre el tratamiento fiscal de las letras a efectos de Impuestos sobre la Renta (11), queda únicamente en pie el problema de arbitrar una fórmula para su valoración patrimonial que sea correcta y al mismo tiempo practicable por los interesados.

NOTAS

(1) Revista *Bolsa de Madrid,* número 23, febrero 1980, sección «Ayer, Hoy y Mañana»; «Letras, siempre Letras», artículo en el que pueden encontrarse mayores referencias.

(2) Respecto a los propósitos de la Bolsa de Madrid al organizar este mercado, puede consultarse el editorial «Mercado de Letras de Cambio. Un nuevo servicio al ahorro de la inversión», en la misma revista citada en la nota anterior.

(3) Puede verse al respecto el trabajo «La Reforma Financiera» de Raimundo Poveda Anadón, Subdirector del Servicio de Estudios del Banco de España, en *Boletín de Información Financiera de la Bolsa de Bilbao,* n.° 2, págs. 21 y ss.

(4) Véanse, por un lado, los artículos 56, 188, 250, 251, 252, 253, 254 y 261 del Reglamento de 30 de junio de 1967, y, por otro, los artículos 70 a 74, 139 a 146, 155 y 164 del mismo.

(5) En las cuatro Bolsas hay sesiones dos días a la semana, con dos corros en cada sesión.

(6) En 1980 los nominales totales negociados fueron 16.081,4 millones de pesetas, distribuidos a razón de 10.754,95 en Madrid, 4.303,70 en Barcelona, 796 en Bilbao y 226,75 en Valencia. En 1981, hasta 31 de octubre, la cifra total nacional es de 48.841,65 millones de pesetas, con cifras parciales respectivas de 31.619,80, 11.505,60, 3.585,5 y 2.130,75.

Las cifras de negociación de los demás valores bursátiles disminuyeron en 1980 respecto a 1979 en nominales y efectivos, pero en los medios profesionales se estimaba que el descenso no era, salvo en muy pequeña medida, consecuencia de la introducción de las letras en el mercado, ya que se pensaba que el dinero encauzado al mercado de letras se había atraído a la Bolsa *además,* y no *en vez,* del que normalmente hubiera afluido para los demás títulos. Esta impresión se ha visto confirmada en 1981, ya que de enero a octubre, inclusive, se han contratado en Bolsa, tanto en nominales como en efectivos, mayores importes en dichos restantes valores que los negociados en todo el año 1980.

No disponemos de datos relativos a variaciones del importe de certificados de depósitos que quizás, por sus características, sean los activos más parecidos a las letras y, por tanto, han podido sufrir algún descenso por la negociación de éstas. En todo caso el efecto habría sido mínimo dado el montante de tales certificados.

(7) Por lo demás, la rentabilidad de estas inversiones hay que calcularla teniendo en cuenta la cantidad efectivamente pagada y el tiempo de vida del efecto. La fórmula general que permite hallar el tipo de interés a obtener sobre el efectivo invertido es la del interés compuesto, $C = c\ (1 + i)^n$, en la que «C» es el nominal, «c» el efectivo (nominal menos descuento), «n» el tiempo en años de vida de la letra desde su adquisición al vencimiento e «i» la variable a despejar en función de los demás datos, expresada en tanto por uno.

Si se quiere relacionar directamente el tipo de descuento «d» con el de interés efectivo, llamando «D» al descuento total obtenido, será

$$c = C - D = C - Cdn = C\ (1 - dn),$$

con lo que volviendo a la fórmula anterior se tiene

$$C = C\ (1 - dn)\ (1 + i)^n;$$

de donde

$$(1 + i)^n = \frac{C}{C\ (1 - dn)} = \frac{1}{1 - dn} \text{ y}$$

$$(1 + i) = \left(\frac{1}{1 - dn}\right)^{1/n}, \text{ y por fin}$$

$$i = \left(\frac{1}{1 - dn}\right)^{1/n} - 1.$$

Si «n» es un número entero, el cálculo de $1+i$ se podrá hacer hallando la raíz «n» de $\frac{1}{1 - dn}$; y si por el contrario «n» es fracción de año $\left(\frac{1}{k}\right)$ la expresión $\left(\frac{1}{1 - dn}\right)^{1/n}$ se convierte en $\left(\frac{1}{1 - dn}\right)^{1} / \frac{1}{4}$ equivalente a $\frac{1}{(1 - dn)^k}$, que es también fácilmente calculable si «k» es entero.

Como muestra puede indicarse que una inversión «aparente» al 12 por 100 de descuento equivale a obtener un 13,63 por 100 de interés efectivo a un año y un 14,70 a dos años.

Como es obvio, la diferencia del tipo de interés sobre el tipo nominal de descuento obedece a que aquél se ha de calcular sobre la cifra realmente invertida (nominal menos descuento), mientras que el de descuento se aplica al nominal. A su vez el tipo de interés sube a medida que el plazo de la inversión es mayor, porque el descuento es directamente proporcional al tiempo (descuento comercial), lo que reduce el capital realmente invertido para el mismo nominal, con lo que la rentabilidad de la inversión crece apreciablemente.

Por supuesto que si en vez de aplicar la fórmula expuesta se utilizara la del interés simple, la «rentabilidad» sería, en todos los casos de tiempo superior a 1 año, todavía superior a la obtenida con la fórmula del interés compuesto. En el ejemplo del 12 por 100 de descuento, el interés simple de la inversión a 2 años sería 15,79 por 100, en

vez de 14,70 por 100. Debe tenerse en cuenta que, en un correcto planteamiento financiero, para plazos superiores al año la fórmula a utilizar debe ser la del interés compuesto.

A continuación damos algunos datos de equivalencias entre tipos de descuento nominal más frecuentes y de interés efectivo equivalente en distintos plazos:

DESCUENTO	INTERES EFECTIVO EQUIVALENTE					
	3 meses	6 meses	9 meses	1 año	18 meses	2 años
12,00	12,95	13,17	13,39	13,63	14.12	14,71
12,25	13,25	13,47	13,70	13,96	14,47	15,09
12,50	13,54	13,77	14,02	14,29	14,82	15,47
12,75	13,83	14,07	14,33	14,61	15,18	15,86
13,00	14,13	14,38	14,65	14,94	15,53	16,25
13,25	14,42	14,69	14,96	15,27	15,89	16,64
13,50	14,72	14,99	15,28	15,61	16,25	17,04
13,75	15,01	15,30	15,60	15,94	16,62	17,44
14,00	15,31	15,61	15,93	16,28	16,98	17,85

En estos cálculos no se tienen en cuenta los gastos de adquisición, que en general son inferiores al corretaje usual del 2,5 por 1.000 sobre el efectivo, ya que el de las letras es el 1,5 por 1.000 anual, lo que significa que sólo para las letras con vencimiento superior al año y 8 meses el corretaje de compra es superior al de las acciones y obligaciones.

(8) En el ejemplo anterior de letras descontadas originariamente al 12 por 100 a un año, el comprador que las revende a los seis meses se encuentra con que percibe 94 pesetas por cada 88 invertidas, lo que significa un 6,818 por 100 de interés efectivo semestral, equivalente a un $1{,}06818^2 - 1 = 14{,}10$ por 100 anual, que obtendría en caso de repetir la inversión en idénticas condiciones para otros seis meses. El comprador, por su parte, obtiene otro 6,818 por 100 semestral, con la misma posibilidad de alcanzar el 14,10 por 100 si también reitera la operación. En la realidad hay que tener en cuenta en cada caso los gastos de venta o de compra, lo que disminuye las posibilidades teóricas. Con todo, se puede estimar que una inversión en mercado secundario a plazo no inferior a dos meses sigue siendo atractiva para la colocación de excedentes de tesorería. Muy probablemente esta es una de las causas de que el mercado secundario haya ido adquiriendo importancia: 6,45 por 100 sobre el total negociado en la Bolsa de Madrid durante 1980 y 7,93 por 100 de enero a octubre, inclusive, de 1981 en la misma Bolsa.

(9) Aprobado por Real Decreto 2.384/1981, de 3 de agosto, y publicado en los *Boletines Oficiales del Estado* de 24, 26 y 27 de octubre.

(10) Podría argüirse que los intereses o rendimientos, de acuerdo con el Código Civil, se consideran percibidos por días, pero hay que tener en cuenta que los rendimientos se consideran fiscalmente devengados en el momento en que son exigibles por el acreedor (artículo 109.2 del Reglamento), lo que implica que en principio sólo pueda hablarse de «rendimientos» en sentido fiscal cuando llega el vencimiento de la letra. Incluso sería teóricamente posible mantener que el beneficio obtenido al renegociar una letra está compuesto por dos fracciones: una, el rendimiento obtenido por colocación del dinero calculado al tipo de descuento aplicado al adquirirla y en función del tiempo transcurrido, y otra, el resto que sería verdadero resultado especulativo, positivo o negativo. Pero esta solución, aparte de ser prácticamente inaplicable, convertiría también en intereses o rendimientos los que no son, por lo antes dicho, más que expectativas de tales.

Con todo, la discusión es más bien bizantina desde el punto de vista de la efectiva tributación del posible beneficio obtenido, ya que no hay diferencias reales de cuota entre una y otra calificación, salvo la posibilidad de que a las letras adquiridas más de un año antes del devengo del Impuesto en 31 de diciembre de 1981 se les pudiesen aplicar los coeficientes de actualización previstos en la Ley de Presupuestos para 1981, recogidos en la disposición transitoria décima del mismo Reglamento.

(11) Aunque todavía no se ha publicado el Reglamento del Impuesto de Sociedades, cabe suponer que las soluciones contenidas en el de Renta de las Personas Físicas se repitan en él, y que, mientras llega, sean, además, aplicables analógicamente.

LOS CREDITOS A TIPO DE INTERES VARIABLE EN ESPAÑA

Esta nota de **Fernando Vargas Bahamonde** resume las razones que explican la aparición de las operaciones de crédito a tipo variable en España, describe la manera cómo operan los Bancos que las practican, la normativa legal que las regula y su evolución e importancia cuantitativa. Además plantea sucintamente los aspectos positivos y negativos de tales operaciones de intermediación financiera y su influencia sobre el mercado interbancario de Madrid.

1. Una operación de crédito, o préstamo, a tipo de interés variable es aquella en que las partes acuerdan contractualmente que cada cierto período de tiempo revisarán el tipo aplicado en función de la evolución de una variable, más o menos objetiva, que resuma la situación del mercado en el momento de la revisión. La variable elegida como referencia suele ser algún tipo de interés, aunque en el pasado, en algunos países, se han utilizado también índices de precios.

A pesar de que estas operaciones con tipo de interés «indiciado» eran conocidas y practicadas por la Banca española en la década de los setenta en los euromercados de moneda extranjera, las operaciones de crédito a tipo variable *en pesetas* surgen recientemente, a finales de 1979.

La aparición, relativamente tardía, de este tipo de operaciones en nuestro país se explica, por el lado de la oferta, por las necesidades de los Bancos extranjeros instalados en España a partir de 1979 y, por el lado de la demanda, por la necesidad de importantes volúmenes de financiación a medio y largo plazo de las empresas del país.

Al igual que en la mayoría de los países de la OCDE, una de las principales características de los Bancos extranjeros instalados en España es su fuerte dependencia de los fondos interbancarios para alcanzar volúmenes de negocio que los hagan rentables, debido a sus dificultades para obtener grandes fondos en forma de depósitos en pesetas.

Estas dificultades surgen, por un lado, de las restricciones legales específicas con que estas entidades se enfrentan en España —en la forma de porcentajes limitativos sobre la inversión y en cuanto al número de oficinas que pueden abrir— y, por otro, de la dificultad de competir con una red nacional de amplia experiencia y fuerte integración en la economía española.

Por lo tanto, dichos Bancos se han visto obligados a financiar sus operaciones activas con dinero comprado a otras entidades en el mercado interbancario. Sin embargo, no les hubiera sido posible conceder créditos a tipos fijos con fondos provenientes del mercado interbancario ya que éste se ha caracterizado por una fuerte variabilidad de sus tipos de interés.

Así pues, a finales de 1979 la Banca extranjera plantea una consulta al Banco de España en relación con la posibilidad de practicar operaciones de crédito a tipo variable, que éste responde afirmativamente en una carta al Consejo Superior Bancario, de fecha 30 de octubre de 1979, en la que considera que las operaciones a tipo variable no son contrarias a la disciplina bancaria.

2. Actualmente, los créditos a tipo de interés variable son concedidos por una entidad o por un grupo de ellas. Las entidades que han participado en esta segunda modalidad, es decir, de créditos sindicados a tipo variable, incluyen a Bancos y Cajas de Ahorros nacionales, además de Bancos extranjeros instalados en España. Sin embargo, no debe olvidarse que las necesidades de las entidades nacionales son distintas y que hasta hoy el mercado de créditos a tipo variable ha sido impulsado básicamente por los Bancos extranjeros instalados en España.

Esto ha influido sobre las características de este mercado, ya sea en su modalidad de crédito sindicado o no sindicado. Estas se resumen, básicamente, en los siguientes dos puntos:

1) Las operaciones efectuadas en este mercado se caracterizan porque el tipo aplicado es variable; es decir, se revisa cada cierto período de tiempo, normalmente uno, tres o seis meses, acordado previamente.

La forma de operar es la siguiente: el Banco fija un tipo de interés variable y único para todos los clientes, que se revisará de acuerdo con lo convenido, al cual suma un «diferencial» fijo, negociado para cada cliente, en función del riesgo, etc. Dicha revisión puede ser, por supuesto, al alza o a la baja según la evolución del tipo interbancario, pues es en este mercado donde los Bancos obtienen los fondos que prestan y, por tanto, el tipo de referencia que utilizan.

2) Este tipo variable suele ser de dos clases: un tipo «preferencial» (subjetivo) o un tipo «ligado al coste de la financiación interbancaria» (MIBOR según se le ha denominado recientemente), a los que se les aplica el diferencial.

a) *Tipo preferencial:* es un tipo libremente establecido por el Banco, único y común para todas las operaciones de esta naturaleza. A diferencia del tipo MIBOR, no se establece con referencia directa y específica al coste de los recursos.

b) *Tipo MIBOR:* es aquel tipo que se establece objetivamente, sea como coste medio de un conjunto determinado de recursos tomados por el Banco, sea como coste de recursos interbancarios específicos tomados para financiar una operación a tipo variable, o los tipos generales del mercado interbancario para plazos similares al período de interés de la operación, si esos tipos son conocidos públicamente.

Aparte de estas diferencias, existen otras en los contratos de préstamos, según sean éstos con tipo preferencial o tipo MIBOR, sobre todo referidas a las cláusulas de resolución a favor del cliente.

3. Actualmente, las operaciones de crédito a tipo variable vienen reguladas por la Orden Ministerial de 17 de enero de 1981, desarrollada por la Circular 12/1981 del Banco de España.

Dicha Circular establece que las operaciones a tipo variable sean operaciones con vida mínima de un año, fraccionada en una serie de períodos, llamados períodos de interés, que pueden ser un mes, múltiplos de un mes, u otros plazos típicos del mercado interbancario. El tipo de interés que se aplica durante un período de interés se determina mediante la adición de un margen o diferencial, negociado con cada cliente y fijado en el contrato, a un tipo de referencia objetivo. El margen o diferencial dependerá de la calidad y circunstancias del prestatario y las garantías que ofrezca. El tipo de referencia a aplicar en un período de interés se anuncia al cliente el último día del período precedente, teniendo éste la posibilidad de no aceptarlo hasta primeras horas del día siguiente, primero del nuevo período de interés. Si no lo acepta, el prestatario dispone de un mes (o de un número de días igual al período de interés pactado, si éste fuera inferior al mes) para liquidar la operación al tipo anterior, pudiendo entonces el Banco rescindir el contrato.

Por otro lado, para evitar posibles prácticas abusivas en estos contratos, en que una de las partes puede fijar unilateralmente el tipo al final de cada período de interés, la Circular exige la utilización de un tipo de referencia *objetivo* y *público* y recomienda algunos, entre los cuales se encuentran los dos mencionados.

Otra cuestión importante contenida en la Circular 12 es la prohibición de que los contratos incluyan una «cláusula de desastre» —es decir, la posibilidad de que el Banco cancele unilateralmente el contrato fundándose en el colapso del mercado interbancario donde obtiene fondos— como se había hecho en algunos contratos hasta entonces. Este colapso hubiera sido una eventualidad muy real en el pasado, dada la volatilidad del mercado, que conoció crisis graves de disponibilidad. Para resolver este problema, desde el lado legal, la Circular 12 permite pactar en el contrato original que, transitoriamente, y en caso de colapso del mercado suministrador de los fondos, el Banco cambie el tipo de referencia (por ejemplo, del tipo interbancario tomador a un mes al tipo día a día, o al tipo preferencial para operaciones de crédito y préstamos, etc.). Sin embargo, y lo que es más importante, la liberalización de las pesetas convertibles en enero de 1981 elimina el problema de disponibilidad de raíz, pues la Banca, y especialmente la Banca extranjera, siempre podrá encontrar recursos alternativos en el mercado de divisas, y convertirlos a pesetas, para continuar las financiaciones a tipo variable, aunque, por supuesto, a un coste no habitual.

4. La evolución de los tipos de interés variables ha sido más o menos paralela a la evolución del tipo medio del mercado interbancario de Madrid. En el caso de los tipos MIBOR esta evolución es una consecuencia de su definición. En el caso de los tipos preferenciales se debe a que, como ya se ha mencionado, los Bancos extranjeros instalados en España que

los practican obtienen sus fondos prestables del mercado interbancario y, por tanto, «indician» sus preferenciales con respecto a los tipos de ese mercado.

Sin embargo, los tipos preferenciales son más altos y fluctúan relativamente menos que los tipos MIBOR. Esto probablemente se debe a que los Bancos que practican los primeros intentan absorber parte de las variaciones del tipo interbancario al que toman fondos con la finalidad de no trasladárselas completamente al cliente, disminuyendo la incertidumbre con que éste se enfrenta con respecto al nivel futuro de los tipos.

Por otro lado, la importancia actual del mercado de créditos a tipo variable puede apreciarse a partir de los siguientes datos:

1) En septiembre de 1981 los Bancos extranjeros que participaban en el mercado eran 23 y el saldo vivo de sus operaciones ascendía a 179.054 millones de pesetas. Este volumen representaba cerca de un 100 por 100 del saldo vivo del total Banca en el mercado telefónico interbancario el último día del mes y más de un 100 por 100 del saldo vivo tomador (pasivo) de toda la Banca extranjera en ese mismo mercado y fecha (*).

Si se comparan estas cifras con las de un año antes, septiembre de 1980, en que el número de Bancos participantes era de 16 y el saldo vivo de 69.877 millones de pesetas (representando un 32,6 y 92,2 por 100 del saldo vivo del total Banca y Banca extranjera tomador, respectivamente), se aprecia un notable crecimiento absoluto y relativo del mercado.

2) En agosto de 1981 los créditos a tipo variable representaban un 5 por 100 del total crédito de la Banca, mientras que un año antes representaban un 2,1 por 100. Este porcentaje creció continuamente durante 1980 y fluctuó entre un 4 y un 5 por 100 en 1981. Así pues, a pesar de su importante crecimiento entre 1980 y 1981, en el último período se aprecia cierto estancamiento relativo. Sin embargo, si a los saldos de las operaciones a tipo variable de los Bancos extranjeros les sumamos los de las entidades nacionales, que han realizado este tipo de operaciones en la forma de créditos sindicados, también se observará un crecimiento relativo durante 1981. Esto se debe a que, aunque no se tienen datos cuantitativos precisos, se sabe que el volumen de las operaciones de créditos sindicados está siendo cada vez mayor, y ha crecido mucho durante el presente año.

Por último, la importancia de las operaciones a tipo variable para los propios Bancos que las practican se aprecia en los siguientes datos: en marzo de 1980 los créditos a tipo variable representaban un 56,2 por 100 del crédito total en pesetas de los Bancos extranjeros instalados en España. Este porcentaje crece continuamente hasta alcanzar un 83,8 por 100 en febrero de 1981 y disminuye a partir de esa fecha, situándose actualmente en torno a un 71 por 100. Sin embargo, este porcentaje es de un 100 por 100 en el caso de algunos Bancos que sólo conceden créditos en pesetas a tipo variable. Estos datos son totalmente coherentes con las ideas expresadas antes.

5. Para terminar, repasemos brevemente los aspectos positivos y negativos de este nuevo instrumento de crédito en nuestro país y su influencia sobre el mercado interbancario.

Comencemos diciendo que la mayor debilidad del mercado de créditos a tipo variable viene de la mano de las limitaciones del mercado interbancario español. Por una parte, su misma dimensión puede imponer un límite al volumen de préstamos susceptible de financiarse por esta vía y los movimientos erráticos de sus tipos reducen la gama de prestatarios a compañías cuya situación financiera les permita hacer frente en un momento dado a sus obligaciones cancelando el contrato, si los tipos sufren una subida brusca, ya que en estas operaciones existe, en definitiva, una inseguridad respecto del coste financiero con que tendrán que enfrentarse las empresas. Sin embargo dicha inseguridad tenderá a disminuir en la medida en que lo hagan las fluctuaciones de tipos en el mercado interbancario y se haga más activa la política de absorción de las variaciones del tipo por parte de los prestamistas.

Por otro lado, debido a que en el mercado monetario se negocian activos a corto plazo, el período de interés de las operaciones a tipo variable rara vez supera los seis meses, siendo más comunes los de un mes. Este es otro elemento de inseguridad con respecto al coste financiero con que se enfrenta la empresa prestataria e impone costes adicionales a los créditos a muy largo plazo.

En cuanto a los aspectos positivos, en primer lugar, este tipo de operaciones permite a

la entidad conceder créditos a plazos más dilatados que los plazos medios del mercado crediticio español, dado que pueden cubrirse ante el aumento del coste de sus pasivos alterando sus tipos activos. Los créditos sindicados a tipo variable que se vienen concediendo a plazos de siete y ocho años son un claro indicio de que esto es lo que está sucediendo.

En segundo lugar, la financiación a tipo variable en pesetas tiene un precio razonable pues, hoy por hoy, el MIBOR y el preferencial español son baratos comparados con el LIBOR, o el *prime rate* de los Estados Unidos, y no tienen riesgo en el cambio: entre junio y septiembre de 1981 el *prime rate* ha fluctuado entre un 18,5 y un 21 por 100, mientras que el MIBOR a un mes ha fluctuado entre un 16 y un 17,5 por 100 y el preferencial entre un 17 y un 18 por 100.

En tercer lugar, la existencia de estas operaciones amplía la gama de opciones de la empresa española en el mercado de créditos, un hecho favorable en sí mismo.

Por último, dichas operaciones comienzan a influir positivamente en la propia estructura y funcionamiento del mercado interbancario, ya que los Bancos que las practican cumplen la función de agentes mediadores entre el mercado interbancario y el prestatario último no bancario.

En primer lugar, esto rompe la tradicional separación que ha existido entre el mercado monetario y el mercado de créditos, haciendo que los movimientos de los tipos interbancarios sean menos extremos, porque provocarán reacciones compensadoras de oferta y demanda en este último mercado. De hecho, aunque el fenómeno tiene causas más complejas, la evolución de los tipos interbancarios está siendo ya más suave en el último año y medio. Esto, además, influye sobre los resultados de la política monetaria ya que movimientos mucho más suaves que antes del tipo interbancario provocarán un mismo efecto económico generalizado.

En segundo lugar, el mercado interbancario está registrando una evolución importante hacia plazos mayores, en detrimento de las operaciones día a día dominantes hace algunos años. Hay razones para pensar que una de las causas de esta evolución reciente ha sido la aparición de las operaciones a tipo variable ya que sus períodos de interés típicos son de uno, tres y seis meses y las entidades que las practican normalmente demandan fondos interbancarios a esos plazos para financiarlas.

NOTA

(*) Los datos utilizados son los del servicio telefónico del mercado interbancario de Madrid y, por tanto, no incluyen todas las operaciones interbancarias. Así, un porcentaje de más de un 100 por 100 significa que estos Bancos también canalizan fondos obtenidos por otras vías (mercado interbancario no telefónico, depósitos, etc.) hacia sus operaciones de crédito a tipo variable.

INFORMACION Y TRANSPARENCIA: EL NORTE DE LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES

La eficacia económica de cualquier mercado está íntimamente ligada al conocimiento, por parte de oferentes y demandantes, de lo que en él está ocurriendo, tanto en lo que se refiere a la clase y calidad de lo ofertado o demandado como a los precios que en él rigen. **Pedro Carrión** se ocupa de los problemas que han de solventarse para que la transparencia del mercado de valores sea una realidad, analizando con rigor las últimas reformas realizadas en este ámbito.

I. INTRODUCCION

SE ha afirmado que las sociedades no informan o no lo hacen en grado suficiente pero, no obstante, también se afirma que la información y transparencia que se sigue de la cotización oficial ha sido una de las causas de la escasa presencia de las empresas en nuestro mercado de valores.

Para un correcto tratamiento de estos problemas, hay que distinguir entre: las sociedades cuyos títulos cotizan en Bolsa y las que no lo hacen y que se encuentran sometidas, en materia de información, exclusivamente a las normas de la Ley de Sociedades Anónimas. La insuficiencia de la Ley influye en el mercado de valores, aunque no debiera hacerlo, pues, en realidad, se trata de dos tipos de sociedades diferentes.

Dejando de lado las sociedades no cotizadas, hemos de referirnos, también, a la información que suministra el propio mercado, planteando dos cuestiones. En primer término, la forma y cuantía en que las corrientes de oferta y demanda se encuentran y dan lugar al cambio oficial. En segundo lugar, si la cotización oficial responde a los presupuestos en que se basan las funciones sociales que se le asignan. Ambas cuestiones pueden considerarse fundamentales para la consecución de un mercado más eficiente.

Por último, conviene tener en cuenta que las limitaciones informativas del resto del sistema financiero han afectado al propio mercado de valores, en la medida en que determinadas variables del sector crediticio son parámetros para el mercado, aunque, en este tema, no entremos frontalmente.

II. LA INFORMACION DE LAS ENTIDADES Y EL MERCADO DE VALORES

La elección del mercado de valores como canal de financiación no es simplemente una alternativa con respecto de otros. Prescindiendo de distorsiones importantes de fundamento diverso, comporta en primer lugar la sustitución de la negociación privada por la adhesión a una apelación pública al ahorro del público en condiciones objetivamente uniformes y no modificables por acuerdos privados; en segundo lugar, la posibilidad sucesiva de adhesión por sustitución de un titular anterior, sin afectar al emisor, posibilidad en la que se fundamenta aquella apelación como condición *sine qua non.* Cuando alguna de dichas circunstancias no se da de forma suficientemente generalizada se está ante algo distinto aunque formalmente se le denomina mercado de valores o cotización oficial.

Adhesión y falta de negociación con el emisor suponen la necesidad de que el tomador esté en posesión de adquirir el conocimiento suficiente sobre lo que se le ofrece y ello sólo es factible de forma eficaz mediante la información *erga omnes.* Como lo ofrecido es participación en la financiación de la entidad y factible liquidez, reversibilidad a precio justo, el conocimiento debe ser facilitado en ambos ámbitos: entidad y mercado. El precio justo también depende de factores extrínsecos al mercado y su conocimiento no debe serle sustraído en su verdadera dimensión. De ahí que toda intención de perfeccionar y potenciar la cotización se asiente en el desarrollo de toda la información con ella relacionada, endógena o exógena, condición necesaria pero no suficiente.

1. *La información en el Reglamento de Bolsas*

El Reglamento se refiere a la información relativa a los emi-

sores privados en los artículos 28 al 32, 44, 47 y 48. Los emisores de títulos-valores considerados como efectos públicos (artículo 22) están exonerados de aquella obligación y admitidos de oficio a la cotización oficial. El artículo 29 establece, junto con los artículos 30 y 31, el objetivo de la información: proveer a la Junta Sindical correspondiente de información suficiente para que adopte su resolución sobre la aptitud de los valores para ser objeto de libre comercio en Bolsa, conservando tal información a disposición del público; para ello se procederá al examen de la regularidad jurídica del emisor y su situación financiera y económica para poder formar un juicio razonable sobre la estimación del valor de que se trate. El artículo 44, al referirse a los títulos con cotización calificada, establece la posibilidad de solicitar información adicional para mejor información del público.

A la vista de tales preceptos se comprende el porqué el Real Decreto 1.847/1980, se limita a complementar el Reglamento fundamentalmente en: *a)* sustituir el principio de puesta a disposición del público por el correspondiente de difusión obligatoria de la información; *b)* determinación del momento en que la difusión debe tener lugar, y *c)* tasar el contenido mínimo de la información.

2. *Difusión obligatoria*

La puesta a disposición del público de la información bursátil se sustituye por la difusión obligatoria de la información, con lo que se evitan las limitaciones de hecho en el acceso a su conocimiento, o el coste adicional discriminatorio a que puede dar lugar la dispersión geográfica de los usuarios, lo que convierte la información en indisponible en la mayoría de los casos.

Para asegurar el conocimiento de la información, ésta, según los casos, es objeto de difusión gratuita (folleto) o publicada necesariamente en los boletines oficiales de cotización y, en su caso, tablones de anuncios de las Bolsas.

3. *Determinación del momento de la difusión*

La información trimestral se publicará en los boletines oficiales de cotización antes de transcurrido el segundo mes siguiente al trimestre natural a que se refiere. La información sobre hechos relevantes deberá ser comunicada para su publicación en el más breve plazo posible, y antes de que su conocimiento pudiera ser utilizado de forma restringida causando perjuicio, directo o indirecto, al público en general.

La difusión del folleto tendrá lugar al menos diez días naturales antes del comienzo del período en que haya de surtir efecto, suscripción o, en su caso, admisión a cotización oficial.

El Reglamento regula los principios de información para la admisión y permanencia en cotización oficial, prescindiendo en todo caso del mercado primario, aunque éste se siga necesariamente de un mercado de derechos de suscripción preferente.

En el supuesto de ampliación de capital puede aducirse que la información disponible en Bolsa y la operación anunciada es suficiente para el público. Siendo el mercado de derechos consustancial al mercado secundario de las acciones, la apreciación simultánea de unos y otras, además de otros factores, dependerá del conocimiento detallado del costo de capital y el destino de los fondos de la operación, conocimiento que debe producirse con antelación por afectar no sólo a los derechos, sino a la cotización de las acciones antiguas; de ahí que la información se difunda, al menos, diez días naturales antes del inicio de la suscripción y negociación de los cupones.

El supuesto de emisión de títulos de renta fija puede incidir o no en la cotización oficial. No lo hará si no figura como condición de la emisión la solicitud de admisión a cotización oficial. Si el emisor prevé explícitamente la solicitud de admisión a cotización oficial, tal condición, para su efectividad, requiere que el emisor y el suscriptor potencial conozcan que tal compromiso puede ser asumido y cumplido, así como las condiciones para ello. Sólo el destinatario de la futura solicitud puede establecer los requisitos y circunstancias del compromiso así como su viabilidad. Sin ésta, el emisor no puede especificar la referida condición. Por tal motivo, parece necesaria la concurrencia de las Bolsas en la información de la apelación pública al ahorro del público y evitar una duplicidad de información entre aquélla y la admisión. De aquí que se prevea la unificación del folleto informativo y de admisión a cotización oficial y su difusión tenga lugar con la antelación referida al comienzo de la suscripción.

Consecuentemente, cuando la admisión a cotización oficial se siga a una apelación pública

anterior o no haya existido ésta y sí privada, por ejemplo, el folleto informativo debe difundirse con el mismo período de antelación, pero referido al inicio de la cotización oficial.

4. *Contenido mínimo de la información*

La información se divide en cuatro grupos: *a)* Emisores cuyos títulos estén o se pretenda que sean admitidos a cotización oficial; *b)* información anual de emisiones cuyos títulos estén admitidos a cotización oficial; *c)* información trimestral de los anteriores, y *d)* información sobre hechos relevantes.

a) Su justificación ha tenido lugar anteriormente. Su contenido en el Real Decreto que la regula se convierte en básico, y punto de referencia para la información anual y trimestral, en su caso. El principio que informa su contenido se enuncia en el propio Real Decreto y en la cita conjunta, realizada en II.1, de los artículos 29, 30 y 31, sustituyendo la referencia a la Junta Sindical por la del público en general, al cual se dirige la apelación pública. Por ello se exige:

I) Información sobre las personas que asumen la responsabilidad del contenido del folleto.

II) Idem relativa a los títulos cuya admisión a cotización oficial se solicita.

III) Idem de carácter general sobre la sociedad.

IV) Idem sobre la actividad de la sociedad.

V) Informaciones económico-financieras sobre la sociedad.

VI) Representación, gestión y control de la sociedad.

VII) Evolución reciente y perspectivas de la sociedad.

Su contenido se adecúa a los distintos emisores, y del mismo se destaca: cláusula que posibilita la comunicación y causas de la suspensión de verificación de cuentas o información; información relativa a la sociedad y su actividad como parte de un grupo e información sobre el mismo; información comparativa de previsiones y realizaciones; y, por último, se adapta esencialmente a las exigencias mínimas comunitarias y recomendaciones de la OCDE.

b) La información anual contenida en las Memorias se establece que será como mínimo la del folleto salvo, racionalmente, el Capítulo II. Consecuentemente con la creencia de que, en la sociedad «abierta» al público por cotizarse sus títulos-valores, la exigencia de información en base a la Ley de Sociedades Anónimas es, cuanto menos, aleatoria y que el público no accionista y con pretensión de serlo no tiene acceso a ella, se tasa la información pública anual para que en el mercado puedan tener lugar decisiones fundadas sobre ofertas y demandas. En este punto es donde los defensores de la información no completa alegan el perjuicio a la sociedad que se deriva de la difusión de su información sin que se produzca llamamiento al ahorro del público.

c) La información trimestral, en principio, para sociedades con títulos con cotización calificada, se basa en la necesidad de tener una información actualizada de las mismas y referida a períodos menores. Su contenido debe, por lo general, referirse a las previsiones y análisis de las desviaciones de las rúbricas más significativas de los Capítulos IV, V y VII del folleto y especialmente del último de ellos, que es el eslabón entre las informaciones anuales (en ausencia de apelación al ahorro). Se supone que esta información será la que deba ser objeto de mayor atención y control, pues junto con los hechos relevantes suele ser objeto de uso privilegiado.

d) No resulta muy precisa la referencia a los hechos relevantes al faltar la medida mínima de cuantificación. Se afirma que deben ser objeto de información inmediata los hechos relevantes para la situación de la sociedad o la estimación del valor de que se trate. Parecería conveniente aquella cuantificación por referencia, por ejemplo, a un porcentaje mínimo del capital, actividad, valor o resultados. El 10 por 100 es un porcentaje habitual.

5. *Otras características*

Lo más destacable en la reforma del Reglamento en cuanto a sanciones es la implantación de la suspensión temporal hasta que se subsane la falta o el defecto de información, así como la pérdida de la calificación de todos los títulos-valores emitidos por la entidad infractora, como paso intermedio a la exclusión de la cotización oficial.

III. COTIZACION CALIFICADA

La significación que tiene en nuestro ordenamiento la cotización calificada justifica su tratamiento especial.

No existe en el mercado español una calificación de emisores o prestatarios como es usual, por ejemplo, en Estados Unidos, donde tal calificación es indicador de la potencia, de la regularidad jurídica, económica y financiera de aquellos y que, por tanto, por sí misma suministra una información genérica sobre riesgo y rentabilidad. Existe una distinción entre títulos-valores según superen o no una frecuencia y volúmenes de contratación que, en la práctica, ha tenido fundamentalmente repercusiones no bursátiles y, especialmente, fiscales no siempre proporcionadas. Sin embargo, la significación del concepto «cotización calificada» es importante bursátilmente y, en concreto, en materia de información. El término puede referirse a mercado especial; títulos-valores y al emisor.

1. *La cotización calificada como mercado*

Como es sabido, cotización oficial es sinónimo de mercado oficial y su concepto es similar al que se deduce de expresiones diversas relacionadas con los términos «registro» o «lista» (1).

En este sentido, cotización calificada significa mercado oficial selecto, en términos relativos, o como decía el legislador de 1964: «Para que la cotización (precio) sea expresiva y orientadora se requiere un mercado ágil y dinámico, que sólo existe cuando las transacciones se producen en un determinado volumen y frecuencia. En consecuencia, sin negar la posibilidad de la cotización (mercado) oficial a todos los valores admitidos a ella se prevé en este Decreto-Ley un régimen especial de cotización (mercado) calificada para aquellos que satisfagan plenamente las exigencias de un mercado más perfecto.» Dicho concepto aparece recogido en el artículo 38 del Reglamento: «La cotización podrá posteriormente establecerse con el carácter de calificada... con respecto a los valores... que presenten en Bolsa unos índices...»

Un observador neutral difícilmente encontraría en el conjunto del mercado una clara distinción de régimen especial y, por tanto, características diferenciadoras, salvo para un reducido número de valores, mínima parte del mercado calificado. Las exigencias de un mercado más perfecto requieren una dimensión elevada de información, de conocimiento del mecanismo de formación de precios, de la concurrencia de órdenes, etc., en otros términos, de transparencia y fácil acceso al proceso con igualdad de oportunidades para la captación y uso de la información. Estas diferencias cualitativas ¿se dan en un número apreciable de valores?

2. *La cotización calificada como indicador de liquidez*

Toda la sección C) del capítulo V del Reglamento, salvo el primer párrafo del artículo 38, se refiere a la cotización calificada como indicador de liquidez. Acepción que ha sido la generalizada y habitual. En la redacción primitiva del articulado de dicha sección C) se procuraba el método de calificación que, en último extremo, se reducía a la superación de un mínimo de frecuencia de contratación (cien sesiones) y de un mínimo de volumen relativo de contratación nominal (variable según la clase de títulos). De dicho método no se deducía información adicional alguna, ni tampoco se exigía. La misma calificación se otorgaba al valor número uno que al último en importancia que se calificase. No se distinguía entre contratación normal y la que se sigue de operaciones excepcionales, ni se tenía en cuenta que el volumen relativo de contratación no tiene la misma significación para un volumen absoluto uno o diez, por ejemplo, ni tampoco tiene significación idéntica conseguir la calificación con cien sesiones y un volumen de diez o con doscientas sesiones y un volumen de la misma cuantía.

Dicha situación de inadecuación al fin perseguido se pone de manifiesto de forma más precisa en el artículo 41 (redacción primitiva), según el cual, «la ampliación de capital y nuevas emisiones de valores de renta fija realizadas por sociedades cuyos títulos en circulación estén ya calificados podrán gozar de la misma consideración...». La relación causa-efecto existía entre acciones viejas y ampliación de capital (siempre que fuesen iguales), pero no entre acciones y obligaciones o entre distintas emisiones de renta fija. En consecuencia, el presupuesto de hecho no era exclusivamente la liquidez, sino que las emisiones calificadas de un emisor prejuzgaban la calificación de éste, permitiendo otorgar a sus nuevas emisiones la consideración de calificadas. Pero el objetivo de clasificar según liquidez en este caso es más débil aún, si existente.

3. *La cotización calificada como calificación del emisor*

Salvo lo que podría deducirse del artículo 41 del Reglamen-

to, no existe en nuestro ordenamiento, ni hay bases reales para su posible construcción, aunque sí estaba previsto su acontecimiento: información adicional exhaustiva, consecuente con un mercado más perfecto.

4. *La reforma*

La reforma ha perseguido el establecimiento del régimen querido por el legislador en 1964. Si se analiza objetivamente su pretensión (ver III.1) se concluye que identifica al verdadero mercado con la cotización calificada, oponiéndola a la cotización simple «para no negar la posibilidad de cotización oficial a todos los valores admitidos a ella». De aquí que tres de los cinco Reales Decretos promulgados en 1980 y 1981 hagan referencia a la cotización calificada con la pretensión de que sea preciso y distinto su régimen de contratación (mercado) y se asegure para ello el conocimiento objetivo de las exigencias de un mercado más perfecto, en especial las relativas a liquidez e información.

Siguiendo la misma sistemática de los párrafos anteriores, se exponen las líneas generales de la reforma haciendo hincapié, previamente, en que las funciones sociales atribuidas a la cotización oficial debían reconducirse a la cotización calificada y en muchos casos a los títulos-valores que, calificados, superasen determinadas condiciones. Ello debe ser materia de reflexión para quienes instrumentan tales funciones en base de una tradición de presunciones que son obsoletas.

4.1. *La cotización calificada como mercado*

El régimen especial que satisfaga plenamente las exigencias de un mercado más perfecto se establece con precisión en relación con la cotización calificada que se sigue del artículo 41 del Reglamento, en la redacción dada por el Real Decreto 1.846/1980, de 5 de septiembre. No sucede así con la cotización calificada general. El Real Decreto 1.536/1981, de 13 de julio, pretendía «asegurar la adecuación de la negociación de cada valor»; para ello tasa las fórmulas de contratación, oral o no, continuada, de corros múltiples y de corros únicos, pero no los adscribe a la importancia relativa de la negociación, término que se refiere por igual a la contratación relativa en función del total nominal de los títulos admitidos a cotización oficial de un solo valor y del conjunto de todos ellos.

a) En relación con el artículo 41 del Reglamento (nuevas emisiones a las que se otorga la consideración de cotización calificada) se precisa que se concede sin facultad discrecional, siempre y cuando se asegure la posibilidad de su liquidez mediante el ejercicio público de la contrapartida, bien por medio de las Juntas Sindicales, bien por medio de Entidades de Contrapartida creadas al efecto. Así se tiene con relación al sistema antiguo: 1.° Las condiciones totales de la apelación al público son conocidas plenamente, sin duda alguna sobre el otorgamiento de la cotización calificada; 2.° La concesión es en función del aseguramiento de su liquidez factible, lo cual es conocido *erga omnes.*

Se prevé la publicidad, mecanismo de formación de precios y publicación oficial de posiciones en el mercado a través de un sistema de contratación de oposición de todas las ofertas y demandas de una sesión, que son ordenadas de forma que objetivamente se manifieste el precio de equilibrio del mercado o los puntos más próximos a él. Si hubiese dos precios próximos al de equilibrio (exceso de demanda sobre oferta y viceversa), se propondría aquel para el cual el exceso de una posición acumulada sobre la otra es menor, y la contrapartida, en su caso, minorará con su intervención obligatoria dicho exceso. Es decir, el mercado tendrá un volumen mayor, al precio cercano al equilibrio, del que se hubiese producido sin su intervención.

Cualquier modificación del precio propuesto debe ser acompañada de la cobertura de papel o dinero de forma que nadie se quede sin vender o comprar, respectivamente, a un cambio igual o inferior, igual o superior al propuesto inicialmente. En otros términos, la contrapartida podrá desplazar las curvas de demanda u oferta y, por tanto, el equilibrio, pero satisfaciendo a toda la oferta o demanda a que afecte el desplazamiento.

La publicación del cambio será acompañada de la correspondiente al total de títulos contratados y la demanda u oferta no satisfecha pendiente, al menos, para la próxima sesión.

Existe público encuentro de toda la oferta y demanda y se le pone de manifiesto; existe formación de precios en función de todo el mercado y publicidad de la situación de equilibrio o desequilibrio con o sin la intervención de la contrapartida. Se dan, pues, las exigencias de un mercado más perfecto.

b) Con relación a la cotización calificada general, la nueva redacción del artículo 158 del

Reglamento prevé, exclusivamente, que «podrá establecerse la aplicación del sistema de contratación continuada para determinados valores de cotización calificada» y para asegurarse de ello faculta al Ministerio de Economía y Comercio para determinar a qué valores les sea aplicable en defecto de su proposición por las Juntas Sindicales. La intencionalidad del precepto es clara, establecer el sistema oral más amplio para los títulos-valores de mercado más cercano al perfecto, y así prevé la contratación integrando la de varias Bolsas y disponiendo que deberán ser visibles pública y simultáneamente las ofertas y demandas firmes, las operaciones concluidas y los cambios de éstas (artículo 158), facilitando las Juntas Sindicales los medios para establecer conexiones con el exterior (del «parquet») al objeto de que tales publicaciones puedan tener la más rápida y eficaz difusión (artículo 159).

Dichas condiciones de publicidad de mercado, en tiempo real, son condición indispensable para el desarrollo de la contratación continuada, más aún entre Bolsas. Sin ellas no es posible entrar en el mercado, no hay libre acceso. Paralelamente, el Real Decreto 1.849/1980, de 5 de septiembre (Disposición 20.199), establece obligaciones de recepción y comunicación de órdenes a las Juntas Sindicales y Consejo Superior de Colegios Oficiales de Corredores y precisa que las órdenes deberán cursarse de modo que sin lugar a dudas se manifiesten las condiciones de precio, lugar y tiempo de ejecución, tramitación y origen de las mismas, afirmando la incompatibilidad de la indeterminación de tiempo y precio, para lo cual toda orden indeterminada en tiempo se hará al primer cambio posible y previamente por el medio adecuado quede constancia de los distintos tiempos que afectan a la tramitación de la orden y especialmente su recepción por el agente.

¿A qué títulos-valores sería aplicable la contratación continuada? No hay duda que son muy pocos con «mercado ágil y dinámico». Su cuantificación siempre será relativa. Si se acepta el valor nominal de la contratación como indicador del número de títulos negociados, es decir el mercado se mide en términos reales y no monetarios (valores efectivos) se tiene, por ejemplo, en Madrid, que 16 títulos-valores de renta variable hacen el 62 por 100 del número de títulos contratados (más precisamente, del volumen nominal contratado).

Acotado el régimen especial con precisión en caso del artículo 41 y con indeterminación en el supuesto general, artículo 158, pero con clara intención de selectividad, ¿cuál será el régimen especial del resto de los títulos con cotización calificada?, en otros términos, ¿cómo se distinguirá la contratación en la cotización simple de los títulos-valores a los que el legislador no quiso negar la cotización oficial? Las Juntas Sindicales tienen la palabra. En otro caso, parece claro que, en aplicación del Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril, la Administración tendrá que hacerlo subsidiariamente en razón del carácter público y oficial del mercado y, por tanto, de su función social, e incluso en base a razones de economía y funcionalidad del propio mercado, que éste, en su propio interés, debiera ser el único en auto-regular.

4.2. *La cotización calificada como indicador de liquidez*

El artículo 41 del Reglamento en su nueva redacción, como se ha dicho, suministra una información clara, precisa y congruente sobre el significado de la consideración de cotización calificada. En el mismo sentido, el artículo 46 pone de manifiesto que tener las ventajas de la cotización calificada no es tener tal y por tanto cualquiera que sean tales beneficios, los títulos-valores se clasificarán según corresponda en función del mercado. En otros términos, un título puede ser apto, de por vida, para deducciones fiscales y a la vez ser de cotización simple y por tanto de ese tratamiento bursátil será objeto, sin posibilidad de confusión como hasta el presente.

Los índices mínimos de frecuencia y volumen de contratación nominal, en la nueva redacción de la sección C) del capítulo V del Reglamento son sustituidos por un único índice de frecuencia y volumen de contratación que, a diferencia de aquéllos, tiene en cuenta el volumen relativo y absoluto de contratación, con exclusión de la excepcional, y pondera la frecuencia y volumen relativos con pesos distintos, a la vez que proporciona una medida comparable fácilmente a la que se puede llegar con distintas características de frecuencia y volumen, en otros términos, de manera flexible.

El índice, único, tendrá un valor mínimo para calificación de cuatro, y es la suma móvil de los correspondientes a cuatro trimestres consecutivos. Tal

como está regulado, su valor mínimo, distinto de cero en todos los trimestres, es de 1,3 y su valor máximo de 20,8 (hipotético por corresponder a 200 sesiones anuales). Su valor máximo para títulos-valores con un volumen nominal de contratación anual de 500 millones (por lo general un millón de títulos, o sea aproximadamente 5.000 diarios) será de 11,6. Acompañará a la denominación del título-valor, por lo que se asegura su conocimiento, al igual que su significación, que deriva de su proximidad o lejanía respecto de 4. Dos trimestres consecutivos por debajo de 4 suponen la pérdida de la calificación, e igual sucede si tal circunstancia se produce en tres trimestres no consecutivos en un plazo de ocho. Ello comporta una información adicional que el público no poseía, la posibilidad de mantenerse en la cotización calificada, y por tanto la adopción de decisiones consecuentes.

No corresponde analizar aquí su elaboración y fundamento, pero sí su manifestación pública y la información que suministra. Desde este punto de vista hay que precisar el porqué de la elección de bases para los componentes del índice. La relativa a la frecuencia no ofrece duda, 25 sesiones en un trimestre corresponden a 100 en un año (mínimo anterior), pero posibilitando que con menos frecuencia se obtenga la calificación siempre que el volumen de contratación aumente más que proporcionalmente. El índice general se hace así más flexible.

Respecto del volumen relativo de contratación nominal, las bases elegidas son las mínimas anteriores multiplicadas por dos y con el mismo mecanismo de flexibilidad. ¿Por qué multiplicar por dos? No hay respuesta objetiva. Sí que era objetivo el método propuesto al Consejo Superior de Bolsas, que estaba en armonía con el Decreto-Ley 7/1964, tantas veces citado. La base era la relación entre la contratación relativa del título-valor y la contratación relativa de todo el mercado y, en consecuencia, la base del índice se adaptaba en todo momento al movimiento total del mercado, de expansión o depresión de negocio, pero sin duda alguna los títulos calificados estarían siempre por encima de la media de forma automática.

La ponderación del volumen absoluto de negociación responde a una medida probabilística cuyo fundamento puede ser discutible, aunque no el principio de su inclusión.

Se pretende que el índice recoja la liquidez normal, por ello se excluyen del cómputo de contratación las operaciones excepcionales por razón de su cuantía o finalidad y se tienen en cuenta en la frecuencia las sesiones con posición firme de papel o dinero.

4.3. *La cotización calificada como calificación del emisor*

No se aborda en la reforma y se suprime la calificación indirecta contenida en el artículo 41 del Reglamento. Sin embargo se establecen las bases de información, tasada, que permitirán su realización si los intermediarios en el mercado, especialmente primario, alcanzan un desarrollo y eficiencia que hagan creíble su opinión en tal material. Por ello, las obligaciones adicionales de información de carácter dinámico que se imponen a los emisores de títulos-valores con cotización calificada y la sanción de pérdida de calificación por infracciones relativas a la obligación de informar, incluso cuando el indicador de liquidez es suficiente.

IV. LA INFORMACION DEL MERCADO

La primera necesidad aparece casi cubierta: información clara, precisa y diferenciada en las dos clases de mercado oficial. En su desarrollo del mercado, el Reglamento mostraba lagunas de derecho y su aplicación vacíos de hecho que convenía cubrir o evitar. Por ello, y en orden a la información, a la vez que se alcanzan otros objetivos, se reforma el Reglamento en materias que se refieren a:

- Condiciones de admisión y permanencia en cotización oficial.
- Contratación excepcional.
- Ordenes y aplicaciones.
- Contratación ordinaria.
- Información oficial.

1. *Condiciones de admisión y permanencia en cotización oficial*

Sin duda la modificación más importante del Reglamento, en este aspecto, se contiene en el artículo 27.*b)*, que tiene su antecedente inmediato en el Real Decreto sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Valores Mobiliarios, promulgado poco menos de un año antes: la naturaleza del derecho a la cotización oficial.

La cotización oficial se configura como un derecho esencial del tenedor, accionista u obli-

gacionista. La admisión debe ser solicitada por la Junta General y figurar como condición esencial en la apelación pública. De ello se va a derivar el derecho de información basado en la obligación del emisor y no en la cualidad del titular de los valores y la información implícita diferenciadora entre la distinta «utilidad» de los títulos-valores. Sólo podrán ser retirados de la cotización, y por tanto desprovistos de liquidez pública, con las mismas formalidades, o equivalentes, requeridas para la admisión. Se garantiza a los tenedores, que votaron en contra del acuerdo o se abstuvieron, la adquisición de sus títulos, mediante oferta pública, en las condiciones mínimas legales, al menos. Por tanto se asegura una información esencial, el título-valor en cotización oficial no puede ser desposeído de una condición ligada a su origen, la liquidez o al menos su efectiva reversibilidad, como ha ocurrido en algunos casos en el pasado.

Dicha información y derecho se vería burlado si la entidad emisora procurase su exclusión por incumplimiento de los deberes de información, difusión y contratación que se le facilitan en el Reglamento por medio del uso de la contrapartida en él regulada (art. 32.1). Para evitarlo, la reforma influye en la Ley sobre Sociedades al disponer que, cuando tal exclusión deba tener lugar (art. 50), la oferta pública de adquisición deberá realizarse si tal derecho figura en los estatutos o escritura de emisión. Derecho que por esencial debe incluirse y es función social del mercado ponerlo de manifiesto, si no exigirlo.

Así se cumple una función social de la cotización oficial: poner de manifiesto la distinción y consecuencias que se derivan de la misma. Se inicia una separación neta entre sociedad «cerrada» y «abierta», «no cotizada» o «cotizada», no contenida en la Ley de Sociedades Anónimas pero cuya prosecución es de manifiesta importancia.

La admisión y permanencia en cotización oficial requiere, ya, unas condiciones de difusión, información y contratación tasadas como mínimas que se pueden, sin lugar a dudas, presumir en ausencia de manifestación explícita en contra. No ocurría así en el pasado, al menos, de derecho. Por tanto, el público tiene una información necesaria, aunque no suficiente, para adoptar sus decisiones.

Los títulos privados, para su admisión a cotización oficial, tienen que demostrar unas condiciones mínimas que les hagan aptos para el mercado (artículo 32.1), cuya pérdida, difusión, información y contratación (sea cualquiera la naturaleza de los títulos) supone la puesta en público de su manifestación, con advertencia de la obligación de subsanar los defectos, que podrá dar lugar a la suspensión temporal y de ella seguirse la exclusión, pero graduando todos sus efectos en el tiempo y con la publicidad que se establece en el artículo 49.3, que permitirá a los tenedores de títulos tomar sus decisiones antes de que la situación sea irreversible.

En la reforma se precisa una posibilidad de actuación en orden a una información verdadera sobre el mercado, al disponer, artículo 49.2, que los defectos de difusión, incluso en presencia de frecuencia y contratación suficiente, si no se subsanan, son causa de exclusión de la cotización oficial. Se declara el principio, cuya demostración será más difícil pero no por ello necesaria, de que los títulos-valores sin difusión no deben estar en el mercado por faltarles una condición necesaria para su propia existencia. Se inicia una clarificación entre mercado real de valores mobiliarios y otros mercados que formalmente adoptan sus apariencias. La carga de la prueba se invierte para facilitar la viabilidad del precepto, la difusión debe ser probada por el emisor o en su defecto asegurar el mercado en base al artículo 32.1.

2. *Contratación excepcional*

El Reglamento prevé el distinto tratamiento de la contratación excepcional, bien por razón de la cuantía de las operaciones, ofertas o demandas, bien por el fin perseguido. Sin embargo, su conocimiento quedaba restringido a la posibilidad de que las Juntas Sindicales autorizasen precios distintos al de cotización oficial normal.

La reforma del Reglamento en relación a la cotización calificada obliga a las Juntas Sindicales a precisar qué se entiende por operación, demanda u oferta excepcional, ya que se excluyen del cómputo de la contratación a aquellos efectos. En su defecto, deberá realizarlo la Administración para que el público conozca la realidad de la liquidez que manifiesta un volumen dado de contratación. No puede seguir ocurriendo que un título-valor tenga una mínima contratación a lo largo de todas las sesiones y que, por medio de operaciones contratadas o convenidas, luzca al final del

ejercicio con una contratación significativa. Ello ocurre en renta variable y se pone de manifiesto especialmente en renta fija, donde el volumen de contratación pasa de un nivel a otro de forma errática y continua.

Siendo ello esencial, era preciso cubrir un flanco importante de las operaciones excepcionales por razón de su finalidad, adquisición o mejora de dominio. El Real Decreto 1.848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, cubre una laguna importante de nuestro ordenamiento. En esencia, regula un procedimiento de contratación basado en la subasta pero sin posibilidades de mejorar la contraoferta, por considerarse que la importancia de la operación justifica se ponga de manifiesto el mejor precio desde el inicio. Ello es cierto, aunque también habría que admitir que privar de dicha posibilidad a los oferentes supone excluirles de un mecanismo esencial del mercado y, por ende, frenar su desarrollo. De todas formas, con dicho Real Decreto queda regulado el mecanismo idóneo de adquisición de valores mobiliarios y, por ende, su especial cobertura informativa.

Intimamente ligada al procedimiento está la definición de participación relevante y el ámbito de su aplicación.

Se define con participación relevante la cuarta parte en el capital (en su caso más obligaciones convertibles) habida cuenta de las participaciones directas o indirectas, siendo relevante la oferta que se refiera a la décima parte si la participación básica se detenta previamente o se supera con la oferta.

La participación relevante básica plantea un problema de información, su conocimiento. El desarrollo de las normas sobre información financiera resuelve en parte tal dificultad al disponer en los puntos 3.3 la publicación de las participaciones directas o indirectas de cada sociedad y sus directores en las sociedades participadas y de éstas y aquéllos en la sociedad informante. Queda sin resolver la cuestión relativa al conocimiento de las participaciones relevantes de terceros en la sociedad. Problema que subsistirá mientras no se disponga por Ley la obligación de notificación contenida en ordenamientos más modernos, como la Ley de acciones alemana, en la que el defecto de notificación lleva consigo la suspensión de los derechos, o de ciertos derechos, de las acciones. Sin embargo la regulación de las ofertas públicas y de la información financiera supone un primer paso muy importante en orden a conocer la «dirección efectiva» y por tanto la aptitud real de los títulos-valores para la cotización oficial.

El problema del ámbito de aplicación de la norma en cuanto portadora de información social importante no tiene la amplitud, quizá, deseable. En ausencia de ley que disponga su obligatoriedad, queda circunscrita a la voluntariedad y a los títulos admitidos a cotización oficial. ¿Qué ocurre con los títulos *non natos* o los derechos que pueden dar lugar a títulos admitidos, con posterioridad, a cotización oficial? La norma bursátil no puede aplicarse más allá de su ámbito, pero dada su transcendencia convendría prever, en ausencia de ley, que las ofertas u operaciones excepcionales de mejoramiento o adquisición de dominio, en cuanto tienen trascendencia sobre el resto de los títulos-valores y sus titulares, debieran, en todo caso, dar lugar a oferta pública, posibilidad que tienen las Juntas Sindicales dadas sus facultades discrecionales en relación con la admisión a cotización oficial y que no obligan sólo a los emisores de títulos-valores sino a sus titulares.

3. *Ordenes, aplicaciones*

Un defecto primordial de la cotización oficial ha venido dado por la ausencia de normas que asegurasen la no fragmentación del mismo, y por tanto de la imposibilidad de conocer la realidad relativa en los flujos de órdenes de compra y venta que dan lugar a la cotización.

El Real Decreto 1.849/1980, de 5 de septiembre, establece los mecanismos para facilitar el conocimiento, y verificación, de tales flujos. Para ello dispone el registro de órdenes, lo que permitirá su aseguramiento desde su origen a su conclusión y prohíbe como regla general la aplicación, compensación y agrupación de órdenes, regulando las normas de publicidad inmediata necesarias para su incidencia en la formación de los precios. Por tanto, asegura la información del mercado desde el propio mercado.

En segundo lugar, afirma la necesidad de que el ordenante sea quien explícitamente se manifieste sobre las condiciones de su orden afirmando conoce el significado y trascendencia de la misma en los términos que ha sido dada. Ello obliga a los intermediarios, oficiales o no, a una información precisa y que no induzca a error, en

especial, si más trascendente, sobre las circunstancias de lugar y tiempo en que la orden se ha de efectuar y a las que se ha hecho referencia en la cotización calificada. A este respecto, es el propio mercado, y en su defecto la Administración, quien debe divulgar el conocimiento de tales extremos, divulgación en el sentido más estricto de la palabra, poniendo de manifiesto de forma objetiva cómo una orden puede ser dada, tramitada y ejecutada en tiempo, lugar y modo. El desconocimiento del mercado es y ha sido una de las circunstancias determinantes de su «estrechez», al menos del lado de la demanda potencial.

4. *Contratación ordinaria*

Desde el punto de vista de la información del mercado, la norma más trascendente ha sido la afirmación implícita, contenida en la reforma del Reglamento, que se deduce de la supresión de determinados artículos y la modificación de otros, todos ellos referentes al capítulo VII del Reglamento. Podría enunciarse como sigue: Lo que no ocurre en el «parquet» no existe. Para asegurar su viabilidad se suprime la posibilidad de formular ofertas o demandas firmes o vinculantes fuera de aquél y por tanto de contratar, a no ser que dicha contratación tienda a cubrir posiciones de papel o dinero firmes manifestadas en la contratación, de lo cual se dará cuenta pública en la sesión siguiente. No habrá duda, por tanto, sobre la información habitual que se desprende de expresiones tales como «al fin de la sesión había papel o dinero». Si así se manifiesta, dichos restos marcarán el inicio de la tendencia en la próxima sesión, pues en todo caso serán firmes o vinculantes hasta, al menos, la misma. El mercado informará de su realidad y no de la apariencia de realidad de que se le pretenda dotar.

5. *Información oficial*

La fuente de información del mercado por antonomasia debe ser su órgano de información, el *Boletín Oficial de Cotización.* De ahí que las reformas sobre el mismo, por abundantes y dispersas, deban resumirse en dos objetivos:

En primer lugar, que la información relativa al mercado en él recogida llegue a considerarse como indebida, al evitar su contraste oficial en cuanto a la realidad de sus términos y alcance, lo que suele ocurrir con informaciones que muchas veces son propias de un «remitido publicitario» y por tanto parcialmente significativas. En otros términos, que los *Boletines Oficiales de Cotización* sean el vehículo de información sobre la cotización oficial y no sólo sobre los cambios.

En segundo lugar, que su contenido sea reflejo, dentro de una estructura normalizada, no necesariamente uniforme, del mercado. Enterarse del contenido, en muchos casos, es para el usuario medio una aventura. Si la cotización oficial no debe disponer de una estructura, tiempo, mecanismo uniforme para todos los títulos-valores, sino que debe adecuarlos a la realidad de su difusión, frecuencia y volumen de contratación, así los *Boletines Oficiales de Cotización* debieran adaptarse en su estructura, espacio y composición a las mismas realidades, teniendo en cuenta además otras funciones sociales que se deducen en relación a la cotización oficial o que en base a la misma se instrumentan.

V. CONCLUSION

La eficaz aplicación de la letra y espíritu de la reforma del mercado de valores en orden a la información, y la general aceptación de que la práctica informativa ha llegado a ser conforme a la realidad manifiesta, son condiciones necesarias para la eficiencia de la cotización oficial y su potenciación, así como para facilitar la prosecución de la mejor reforma, la ausencia de reformas periódicas o, en otros términos, la adaptación del mercado a sus propias necesidades mediante el ejercicio de las facultades de autorregulación de que dispone y no suele ejercer.

Sin embargo, la extensión de la realidad informativa en el medio en que el mercado tiene lugar es condición también necesaria, así como la verificación de toda dicha realidad, que se inicia, pero no agota, en el llamamiento público al ahorro del público.

La afirmación de una aceptación general de que la información suministrada es suficiente exige mecanismos legales que hagan viable su contraste, algunos se han alcanzado, al menos en grado suficiente para la generalización de su realidad, otros, más importantes por la extensión e intención de sus preceptos, deben lograrse en un futuro próximo.

NOTA

(1) Así, por ejemplo, los artículos 22 y 161 del Reglamento afirman, respectivamente: «Se entenderá por efectos públicos en orden a la admisión a cotización oficial...», «Las operaciones sobre valores no admitidos a la cotización oficial...».

LA LIQUIDEZ DEL MERCADO BURSATIL

Partiendo de las frecuentes afirmaciones acerca de la estrechez de la Bolsa, **Pedro Domínguez Sors** analiza las posibilidades de ampliación del mercado de valores español y la liquidez del mismo. En torno al tema de la liquidez, desvela las interioridades de la fórmula legal establecida recientemente para su mediación, analiza las relaciones entre liquidez y técnicas de contratación, opina sobre las posibilidades de manipulación de los cambios y estudia el futuro del mercado de renta fija.

I. LA ESTRECHEZ DE LA BOLSA

LA Bolsa no es otra cosa que un mercado secundario de capitales que permite o potencia la existencia del mercado primario de inversiones, a través del cual las empresas obtienen fondos en forma de capital o préstamos con los que financiar su actividad productiva. Sin la existencia del primero difícilmente tendría viabilidad el segundo, dado que no existiría posibilidad de liquidar en cualquier momento una posición inversora, perdiendo ésta su atractivo. La perfección del mercado secundario es, consecuentemente, factor del que depende la vitalidad del mercado primario.

Algunas deficiencias tiene que haber en este sentido cuando es frecuente oír que la Bolsa es un mercado estrecho. Afirmación que no es solamente corriente en España, sino que se escucha con suma frecuencia en todos los países, incluidos aquellos que tienen Bolsas con grandes volúmenes de negociación, o así lo parecen contemplados desde un país como España, con un producto interior bruto reducido y con unas grandes limitaciones al trasiego de capitales internacionales. La afirmación debe ser, por lo tanto, incierta o al menos susceptible de muchos matices, cuyo estudio debe arrojar claridad sobre la Bolsa y su liquidez.

Quien acusa a la Bolsa de estrechez puede, en primer término, referirse al escaso número de empresas que cotizan diariamente en ella y, como consecuencia, al reducido porcentaje de la inversión total que se canaliza a través de ella. Un segundo sentido puede hacer referencia a la poca aptitud del mercado para absorber órdenes de compra o venta en todo momento, es decir, a la insuficiente liquidez del mercado. Ambos aspectos van a ser objeto de este análisis.

II. AMPLIACION DEL MERCADO BURSATIL

Es un hecho incontrovertible que, de la larga lista de valores cotizados en cualquier Bolsa en el mundo, solamente un reducido número tienen una actividad constante. Pocos son, pues, los valores que pueden recibir el calificativo de bursátiles con plenitud.

En España, los motivos del gran número de valores que sestean en la cotización son diversos. Unos corresponden a empresas que, pese a sus buenas intenciones, no han logrado atraer al público o no han conseguido desarrollar su negocio hasta unos volúmenes mínimos que las hagan atractivas bursátilmente. Otros son negocios antaño prósperos que han devenido ruinosos o con poco futuro. Pero los más de ellos están presentes por motivos ajenos al estrictamente bursátil, que es la captación del ahorro. Son razones reglamentarias de carácter contable y fiscal las que en multitud de casos han hecho obligada la cotización de valores sin mercado. El caso más ejemplar es el de aquellas emisiones que se colocaron coactivamente a precios fuera de mercado en los denominados circuitos privilegiados de financiación, pero a las que, absurdamente, una disposición tras otra obligaban directamente o indirectamente a cotizar.

El Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores recoge algunas de las causas de la estrechez de la oferta de títulos, citando entre ellas la citada existencia de circuitos privilegiados en el caso de la renta fija, la prohibición de cotizar valores extranjeros y la estructura financiera de la industria española, con importantes sectores bajo dependencia del INI, la banca privada y grupos multinacionales extranjeros o consorcios financieros nacionales. Dejando aparte la cuestión de los valores extranjeros, que tiene más implicaciones que las estrictas de ampliación de mercado, hay razones simples que

explican los motivos de esta escasez.

En efecto, la primera dificultad es que el grupo dominante de una sociedad no quiera llevarla a Bolsa, lo que, si bien es obvio, es en último término la razón de muchas abstenciones. La causa final por la que una empresa acude a Bolsa es la captación de capital, a cambio de lo cual los accionistas actuales o fundadores tienen que ceder participación y control en las decisiones de la Junta General y en la administración de la sociedad. Cuando el capital se puede conseguir por otros medios, el interés en acudir a Bolsa no existe. La Bolsa es, en definitiva, un cauce más de financiación, mejor o peor, según las circunstancias de tiempo, lugar y actividad de cada empresa. El mercado de valores no puede pretender ser ampliado pensando que es la mejor de las formas de financiación en términos absolutos, porque ello no es cierto. Otra cosa diferente es facilitar y crear los cauces necesarios para la comercialización de valores, a fin de que aquellas empresas para las que la Bolsa es el medio idóneo de financiación puedan expandirse con facilidad. La pregunta inmediata es: ¿Cuáles son las empresas que precisan de la Bolsa?

Un breve repaso a cuáles han sido las empresas típicamente bursátiles a lo largo de la historia nos puede ayudar a dar respuesta a la cuestión. A las viejas compañías de Indias han seguido las mineras, los ferrocarriles, las eléctricas, los bancos, las de automoción, las de construcción, las de aviación y armamentos y las de electrónica. Algunos de estos sectores no han estado nunca representados en las Bolsas españolas, pero ello es debido a que nunca tuvieron auge en España. Empresas de las encuadrables en estos grupos fueron en otros tiempos de suma importancia, mientras que hoy languidecen con tristeza o ni tan siquiera existen. Sin embargo, todas tienen una característica en común. Han sido o son sectores punteros en el desarrollo de los países en algún momento del tiempo y precisaron ingentes capitales que rebasaban la capacidad financiera de los grandes grupos económicos. Ello hizo necesario acudir a las aportaciones de un gran número de ahorradores, que han precisado siempre de la existencia de un mercado secundario donde liquidar sus inversiones cuando lo precisaran.

Pensando en la realidad de la situación española en el momento actual, resultaría arriesgado, si no erróneo, predecir una posible ampliación del mercado de oferta de títulos, aun cuando se tomaran medidas técnicas tendentes a potenciar nuevas inclusiones. Ciertamente, la crisis económica ha provocado una carencia de expectativas que limita grandemente la creación de nuevas empresas con proyectos de inversión real interesantes. Hay que añadir, además, que las actividades que previsiblemente van a constituirse en líderes del desarrollo futuro, como la electrónica o informática, por ejemplo, tienen una presencia muy poco importante en la economía española. No es de extrañar, pues, que, con estas consideraciones, el Informe de la Comisión no estime posible, a corto plazo, incrementar el número de empresas que figuran en las listas de cotización bursátil por estos impedimentos de orden estructural.

III. NUMERO DE ACCIONISTAS Y LIQUIDEZ

Con el término estrechez se hace referencia también, y en no pocas ocasiones, a la incapacidad del mercado para que cualquier ahorrador pueda adquirir determinado valor o hacer líquida su cartera en cualquier momento. Quienes formulan la acusación no siempre lo hacen justamente ya que, como veremos, se encierran en ella afirmaciones implícitas que nada tienen que ver con el concepto de liquidez objetivamente considerado. Aunque dicho concepto no es fácilmente objetivable, o mejor sería decir cuantificable, de entrada se puede afirmar que hay dos requisitos previos que condicionan la existencia de una auténtica liquidez. Son el número de accionistas y la cuantía del capital social.

Un análisis somero de cómo inciden estas dos variables en la liquidez, nos llevaría de inmediato a la conclusión de que es imposible fijar unas cifras para ambas, a partir de las cuales el valor tendrá un grado de liquidez aceptable. Un valor repartido entre un mayor número de accionistas y con mayor capital puede comportarse de hecho peor que otro con menores cifras en estos parámetros. Ello es así porque, más que los valores absolutos, importa la homogeneidad del reparto del capital entre el accionariado. La existencia de grupos con grandes paquetes puede perjudicar la liquidez del valor, haciendo que éste se comporte peor de lo que cabría esperar de las cifras de capital y accionariado.

Hay, por lo tanto, que empezar determinando quién «tiene

derecho» a liquidez y quién no lo tiene. Es evidente que quien posee un paquete lo suficientemente grande como para entrar en el juego del dominio de la administración de la sociedad, no puede pretender que el mercado bursátil dé liquidez instantánea a su inversión. La Bolsa no es para este tipo de accionistas, que tienen que encontrar su contrapartida en otros socios del grupo mayoritario o en grupos financieros que deseen entrar o abandonar la sociedad. Ciertamente, el ideal de un valor bursátil es que este tipo de partícipes no exista, pero resulta obvio también que no se puede prohibir su existencia pues, de otro modo, se limitaría grandemente la admisión a la cotización oficial, siendo los perjuicios de esta actitud maximalista mayores que los beneficios que de ella pudieran derivarse.

Puede ser de interés, en este orden de ideas, tratar de determinar hasta qué cuantía pueden adquirirse títulos sin que el comprador tenga problemas de liquidación rápida de su inversión. A nadie se le puede escapar que ello es función del volumen de negociación relativo del valor considerado, es decir, del tanto por ciento anual, mensual o diario, según se prefiera, del capital social que se negocia en Bolsa. Las estadísticas de rotación del capital ofrecen grandes divergencias entre valores que, a simple vista, tienen una gran liquidez. Ello, en buena medida, es debido a que las estadísticas incluyen aquellas operaciones especiales por su cuantía y que son trasvases de grandes paquetes. Puede decirse, sin embargo, que los mejores valores españoles en cuanto a liquidez tienen una negociación anual que representa entre el 5 y el 10 por 100 del capital social. Consecuentemente, en el peor de los casos, considerando que una semana es un período rápido de liquidación y que en ella se puede colocar previsiblemente la mitad de la negociación media, tendremos un valor del 5 por 1.000 del capital social como participación máxima fácilmente liquidable en el mercado bursátil. Quienes adquieran participaciones superiores deben ser conscientes de ello y no lamentarse después ni hacer acusaciones injustificadas en torno a la estrechez del mercado bursátil.

Este es el motivo por el que, en la reforma del mercado de valores que va paulatinamente realizándose, se han publicado dos decretos cuyo fin último es compatibilizar los intereses del pequeño ahorrador o, si se prefiere, la transparencia del mercado, con la necesidad de hacer posible el trasiego de grandes paquetes, incluso a precios diferentes del de mercado. Así, el Real Decreto 1.848/1980, de 5 de septiembre, regula las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios para aquellos casos en que un grupo o persona pretenda llegar a poseer un porcentaje del capital social superior al 25 por 100. La formulación de oferta pública es obligatoria en cualquier caso en que se dé este supuesto, con el objeto de que cualquier pequeño accionista puede dejar de serlo si estima que el cambio en la dominación de la sociedad perjudica sus intereses. En la misma línea, el Real Decreto 1.536/1981, de 13 de julio, completa lo previsto en el artículo 163 del Reglamento de Bolsas para estos casos, en el sentido de hacer obligatoria la publicidad de aquellas operaciones de importancia hechas a cambio convenido diferente del de la sesión del día.

IV. LA LIQUIDEZ Y SU MEDICION

El Decreto 1.536/1981, de 13 de julio, modifica, entre otros, el artículo 38 del Reglamento de Bolsas que hace referencia a la cotización calificada. La Orden Ministerial de 25 de septiembre de 1981, completa la modificación. En estas disposiciones subyacen todas las ideas que puedan verterse en torno a la liquidez bursátil y su mediación. Por ello, la manera más oportuna de exponer los conceptos es explicar el contenido de estas normas. Hay que hacer, sin embargo, la advertencia de que no vamos a entrar en consideraciones en torno al concepto de cotización calificada y sus implicaciones tributarias por salirse del ámbito de este trabajo.

Cuando esta normativa se sometió a informe del Consejo Superior de Bolsas, se entabló en su seno una polémica en torno a la complejidad de esta regulación, que, efectivamente, está resultando ininteligible incluso para algunos especialistas. Sin embargo, los objetivos del legislador son loables en muchos sentidos y merecen ser explicados para que las opiniones o críticas que puedan formularse al respecto lo sean con el suficiente conocimiento de causa.

Las dos ideas básicas que presiden las normas de cotización calificada, para nosotros liquidez, son su cuantificación y la definición de las variables que en ella intervienen. En cuanto a la primera, se pretende que sea un índice el que mida la liquidez, permitiendo hacer com-

paraciones entre diversos valores, premiando con un valor más alto al que presente mayor liquidez. La segunda es ponderar adecuadamente las variables que intervienen en la definición de liquidez, teniendo en cuenta la frecuencia, los volúmenes relativos y absolutos de contratación y las operaciones especiales.

En efecto, un valor permite una más rápida adquisición o venta cuanto más sesiones al año contrata y cuanto mayor es el porcentaje del capital negociado trimestral o anualmente. Pero el legislador quiere que el valor numérico del índice aumente en la misma proporción que lo hacen conjuntamente ambas variables. O, en otras palabras, una duplicación de la frecuencia no puede producir una duplicación del valor del índice si no se duplica también el valor de la negociación relativa, y viceversa. Ello implica que un descenso en una de las variables pueda ser compensado por un aumento en la otra, dejando intacto el índice. Este objetivo se alcanza matemáticamente con una función del tipo Cobb-Douglas, en la que:

$$I = K\ F^{0,6.}\ N^{0,4.}$$

en la que,

I es el índice, K una constante, F la frecuencia relativa y N la negociación relativa.

A continuación, el legislador define el índice trimestralmente, dándole el valor 1 para el caso en que se cumplan las condiciones de frecuencia y negociación mínimas aceptables para considerar el valor líquido o de cotización calificada. Así, se define como umbral mínimo de frecuencia el cotizar 25 sesiones al trimestre y como umbral mínimo de negociación el 0,75 por 100 trimestral del capital social. Con estos datos, la frecuencia relativa es igual al cociente entre los días que ha cotizado el valor y 25. La negociación relativa es igual al cociente entre el porcentaje de negociación trimestral (n) y el umbral mínimo del 0,75 por 100. La fórmula se convierte así en:

$$I = K \left(\frac{d}{25}\right)^{0,6} \left(\frac{n}{0,75}\right)^{0,4}$$

Dándole el valor unidad a la constante K, el índice obtiene el valor 1 para d = 25 y n = 0,75 por 100.

Estos umbrales mínimos son, ciertamente, conservadores, ya que ni cotizar 25 días al trimestre ni un volumen de negociación del 3 por 100 anual son cotas que no puedan alcanzar títulos con una difusión media.

Hay que añadir que el legislador introduce dos factores adicionales de interés. El primero es que para el cálculo del porcentaje de negociación (n) no pueden tenerse en cuenta las ofertas, demandas u operaciones especiales por su cuantía o finalidad. Tiene en cuenta, de este modo, la afirmación que hacíamos en el apartado anterior de que la Bolsa no es para los grandes grupos mayoritarios, especialmente en lo referente a la cuestión de la liquidez. El segundo es el establecimiento de la dependencia del factor K del volumen de negociación trimestral absoluta en millones de pesetas. Ciertamente cuanto más se negocia un valor en términos absolutos más sencillo es liquidar la cartera de un pequeño inversor. No es de extrañar por ello que se premie también a los valores con altos volúmenes de negociación porque ello interesa a la hora de apreciar un valor por un inversor medio normal que es a quien, en definitiva, el índice trata de proteger y orientar.

Al lector que se entretenga en el estudio de las disposiciones citadas hay que hacerle dos precisiones más para que pueda encajar las ideas aquí expuestas con el texto legal. La primera es que la función de Cobb-Douglas no se expone en aquél como tal, sino a través de tablas que hacen sencillo el cálculo del índice y que, para cada valor de los días cotizados (o el porcentaje negociado), dan directamente el valor de la potencia $\left(\frac{d}{25}\right)^{0,6}$, llamada índice parcial de frecuencia (o el de la potencia $\left(\frac{n}{0,75}\right)^{0,4}$, llamada índice parcial de volumen de contratación). La segunda es que los índices trimestrales se acumulan cada cuatro trimestres sucesivos, siendo el valor acumulado el que determina la inclusión o exclusión de la cotización calificada.

El índice así concebido depende, en definitiva, de tres variables:

A) De la frecuencia relativa medida por el cociente entre el número de días cotizados y lo que se considera el nivel mínimo aceptable de cotización, cifrado en 25 días al trimestre.

B) De la frecuencia relativa medida por el cociente entre el volumen porcentual de contratación con respecto al capital social y el mismo porcentaje evaluado como *standard* mínimo aceptable, cifrado en el 0,75 por 100 trimestral, equivalente al 3 por 100 anual.

C) Del volumen absoluto de negociación. Con ello se trata de premiar a aquellas grandes

empresas que intuitivamente son las consideradas como especialmente bursátiles por la generalidad de los inversores.

V. OFERTA, DEMANDA Y LIQUIDEZ

Hasta aquí hemos hecho consideraciones de orden teórico y analítico en torno a la liquidez. Pero probablemente lo que más veces hace adjetivar al mercado como estrecho es el comportamiento diario de la Bolsa, que impide encontrar contrapartida a las ofertas o demandas que durante un día se producen. Esta afirmación es particularmente frecuente en sesiones fuertemente alcistas o bajistas en las que prácticamente es imposible encontrar contrapartida para ninguna clase de valor. A este fenómeno la mejor explicación que se le puede dar es la que se fundamenta en la realidad cotidiana, justificada desde el ángulo de la teoría y técnica bursátiles.

Se dice con suma frecuencia, incluso por personas de alta cualificación, que la Bolsa está manejada o manipulada por unos pocos, entre los que, no pocas veces, es el Banco de España el que se lleva la fama de gran manipulador. Sin embargo, estas afirmaciones más bien recogen la contrariedad de quien las pronuncia debido a que la Bolsa no se comporta como ellos quisieran.

Teóricamente, siempre tiene que haber un precio al que la oferta y la demanda se igualen. Consecuentemente, si la técnica de contratación bursátil respondiese exactamente al juego de la oferta y la demanda, cuando no se encontrase contrapartida, en un instante a día determinado, sería debido a que el oferente no está dispuesto a vender o el demandante a comprar al precio resultante. Ello no es, sin embargo, falta de liquidez. Se trata de que las partes no consideran el cambio resultante como idóneo para sus intereses, lo cual es algo muy distinto.

Debe aclararse, sin embargo, que los procedimientos bursátiles de formación de precios, aun tendiendo a la formación de precios de acuerdo con los cánones de los mercados de competencia perfecta, no se ajustan exactamente a los mismos. Para empezar, no hay que olvidar que teóricamente las curvas de oferta y demanda se definen para un instante de tiempo. Quiere ello decir que en cada instante los cambios pueden ser diferentes del momento anterior y del siguiente porque se han producido desplazamientos en las curvas de oferta y demanda. Si se siguiese exactamente el modelo teórico, podrían producirse en pocos segundos variaciones injustificadas debido a desplazamientos de las curvas totalmente aleatorios o resultantes de informaciones que producen expectativas sin suficiente reflexión. Estas caídas de oferta y demanda van indefectiblemente en perjuicio del pequeño inversionista que se ve sorprendido por el especulador, siempre atento a cualquier posibilidad de arbitraje temporal o espacial. Es por ello que los reglamentos bursátiles tienden a evitar estos perjuicios con una técnica de contratación adecuada.

Un primer procedimiento consiste en concentrar la ejecución de las órdenes, es decir, la formación del cambio en un momento determinado de la sesión. El procedimiento más simple es el de confiar la formación del cambio a un cotizador que, a determinada hora prefijada, abre las ofertas y demandas que en forma secreta le han sido entregadas, confrontándolas y dando por bueno aquel cambio al que se produce un mayor volumen de negociación. El sistema, generalmente conocido como de cajas, tiene el inconveniente de que, fijado el precio, ya no hay posibilidad de que un operador que ha quedado fuera de cambio pueda rectificar su postura haciendo ofertas a precio más bajo o demandas a precio más alto. Por este motivo solamente se utiliza para valores de poca actividad.

El sistema francés, denominado del primer cambio, permite evitar estos inconvenientes. Se forma de viva voz un primer cambio, casando operaciones entre agentes cada vez que el anunciador grita un precio determinado. El cambio al cual el voceo oferente o demandante residual-operaciones no casadas es menor, se considera el mejor y se da como primer cambio. A este primer cambio tienen que realizarse las operaciones de los inversionistas que no hayan autorizado lo contrario. Para los que así lo han hecho la contratación sigue libremente, produciéndose otros precios.

Otra forma distinta de evitar vacíos temporales en la contrapartida es el mecanismo inglés de hacer intervenir un agente exclusivamente operante por cuenta propia —el *jobber*— que obligatoriamente debe dar a los *brokers* precios de compra y venta, siendo el diferencial su beneficio. Esta figura, que es sumamente admirada por muchos especialistas y comenta-

ristas españoles, tiene, sin embargo, el grave inconveniente de introducir un escalón más de intermediación, con el consiguiente incremento de coste para el inversionista.

Forma intermedia entre la inglesa y las continentales es la americana, en la que el especialista —que es equivalente al *jobber* inglés— solamente actúa cuando en el mercado se hace difícil encontrar contrapartida si no es con una gran variación en el precio. Hay que tener presente que en la Bolsa de Nueva York, como en la de Londres, la contratación es continuada a lo largo de las tres o cuatro horas que dura la sesión. En Francia, como en Italia o España, la contratación de un valor determinado se produce en un lapso de tiempo mucho más reducido —de 10 a 30 minutos—, con lo que las necesidades de un intermediario especializado en dar contrapartida son menores. Con la concentración temporal de la contratación se trata de conseguir, en definitiva, los mismos objetivos que con el régimen de especialistas.

El Real Decreto 1.536, de 13 de julio de 1981, ha modificado los artículos 142 y 151 del Reglamento de Bolsas, introduciendo en España la posibilidad de realizar la contratación de los valores más activos en forma continuada, sin el establecimiento de agentes especialistas o *jobbers* como en las Bolsas americanas o inglesas. Sin embargo, su introducción es prudente ya que el legislador es consciente de que, por fallos accidentales de oferta y demanda, pueden producirse importantes e injustificadas variaciones en los cambios. Por ello se autoriza a las Juntas Sindicales a suspender la contratación continuada durante un período de reflexión de treinta minutos cuando las alzas o bajas que se produzcan superen un porcentaje previamente fijado por el Ministerio de Economía a propuesta de las Juntas Sindicales. Solamente la experiencia puede permitirnos dar una conclusión definitiva sobre la idoneidad y necesidad de la contratación continuada en nuestras Bolsas. Por el momento baste con decir que en el momento actual, en que los volúmenes de negociación son muy cortos, la contratación continuada tendrá una aplicación reducida, ya que los propios agentes, al contratar, prefieren hacerlo en momentos en que se concentran las ofertas y demandas, al objeto de conocer mejor la situación del mercado y así no errar en detrimento de su clientela.

La citada reforma reglamentaria pone limitaciones a la variación de los cambios en una sesión en los porcentajes que fije el Ministerio de Economía a propuesta de las Juntas Sindicales. Se consolida de esta forma, tanto para el caso de contratación continuada como para el de contratación por corro, lo que antes era facultad de las Juntas Sindicales y que, en general, estaba establecido, limitando al 5 por 100 la variación máxima por sesión. Esta norma suscita la cuestión de si con estas prácticas se beneficia o perjudica la operatoria bursátil en sesiones de gran euforia o gran depresión. El argumento a favor es que con ellas se evitan oleadas de especulación producidas por acontecimientos o noticias concretas, dando tiempo a la reflexión y a calmar los ánimos, permitiendo que el curso de los cambios recobre su tendencia moderada en el tiempo. El inconveniente es que con ello se limita la liquidez de la Bolsa, ya que no deja de ser razonable y lógico suponer que la aparición de contrapartida es una cuestión de precio. Por grande que sea el pesimismo de una situación, siempre se encontrará un precio, por bajo que sea, al que alguien equilibre la oferta. A este razonamiento se puede contra-argumentar que, dados los factores psicológicos y políticos que inciden en la Bolsa, el razonamiento deviene falso. Más bien se convierte en cierto lo contrario, es decir, que dejar que el precio caiga profundamente genera más pesimismo, más desconfianza y más ventas, o a la inversa.

Hay dos efectos negativos que indudablemente se producen. Uno, una imagen negativa para la Bolsa en cuanto surge la inevitable crítica de la estrechez y falta de liquidez. Otro, el inflamiento de las órdenes. Efectivamente, una norma como la que comentamos se formula de la siguiente forma: «La cotización de un valor no puede variar más del 5 por 100 del cambio precedente. Para fijar precio es necesario cubrir al menos el 20 por 100 de la oferta o demanda excepcional.»

Cuando se está en una de esas situaciones excepcionales, la Bolsa adolece de falta de liquidez por la misma prescripción reglamentaria. Pero, a poco que se medite, se comprenderá que esta normativa conduce a un enmascaramiento de la situación real, puesto que difícil es que algunos operadores se abstengan de multiplicar el montante de la orden por la cuantía necesaria para que toda ella se vea cumplimentada. En el caso

límite, la multiplicación es por 5, con lo que, al satisfacer el 20 por 100 de lo ofertado o demandado, se obtiene la totalidad del dinero o títulos deseados. Naturalmente, cuando la generalidad de los operadores tienden a ser más astutos que los demás, el efecto final es el de una apariencia más explosiva al alza o a la baja. Quizá la solución en el futuro a este problema de las situaciones excepcionales sea la de incrementar el margen de oscilación máxima permisible en una sesión, situándolo en el 10 por 100, con lo que, si bien no se daría realmente una solución al conflicto, se limitaría a muy pocos casos la atadura de la libertad del mercado por esta norma reglamentaria.

VI. ANECDOTAS EN TORNO A LA MANIPULACION DE LA BOLSA

En este proceso dialéctico entre principios teóricos y realidad práctica que venimos siguiendo, es inevitable detenerse en dos de los puntos que, en orden a comentar la manipulación bursátil, más merecen la atención de los asiduos. Los vamos a denominar la cotización de prestigio y la intervención institucional.

Llamamos cotización de prestigio a la que resulta en aquellos casos en que una sociedad actúa en el mercado de sus propios títulos, tratando de aupar su cotización o de mantenerla por encima de determinada cota. Naturalmente, esta actividad no se ejerce directamente, puesto que la compra por una sociedad de sus propias acciones es algo prohibido, salvo en casos especiales, por la Ley de Sociedades Anónimas. Por ello, se hace actuar a una sociedad interpuesta perteneciente al grupo financiero, en ocasiones creada exclusivamente para este cometido. Dejando a un lado el posible fraude de ley que pueda haber en esta acción, lo que importa es el resultado y las implicaciones que ello pueda tener sobre la liquidez y transparencia en la formación de los cambios.

Para fijar el supuesto, hay que añadir que consideramos esta conducta en el caso de que la distribución del capital social sea buena, no existiendo persona o grupo que, por tener un porcentaje importante del capital y por su potencia financiera, pueda ejercer dominio indeseable en la formación del cambio. Así las cosas, estas sociedades, cuya motivación es la de una cotización prestigiosa, actúan en función de *jobbers* o especialistas del título en cuestión, dando contrapartida en cada sesión. En principio, la idea puede parecer atractiva e incluso en el Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado hay implícitamente una cierta simpatía por la función y posibilidades de estas sociedades de contrapartida. Pero, examinando el asunto con cierto detenimiento, se verá que esta entelequia tiene poco bueno y nuevo, al mismo tiempo.

En efecto, la sociedad puede actuar como un *jobber,* dando obligadamente liquidez al valor. Sin embargo, el *jobber* no actúa tratando de prestigiar determinados valores dándoles liquidez. Tiene encomendada esa función, pero su fin último es el de obtener su beneficio. La permisividad moral de obtener beneficio en la realización de esta función (que puede ir en claro detrimento del mercado) está, en el caso del *jobber,* en la existencia de una competencia entre este tipo de intermediarios y, en el caso del especialista americano, en un sinfín de normas que reglamentan su actuación para que no haya perjuicios para el mismo. Esta justificación, sin embargo, no puede ser extensible en ningún supuesto al caso de contrapartida realizada por la propia emisora o por algún testaferro de la misma. Sólo se justificaría este supuesto en el caso de que este intermediario no obtuviera ningún beneficio ni pérdida, ya que entonces no podría haber perjuicio para el mercado ni menoscabo para la emisora. Pero esta posibilidad es, a todas luces, imposible porque ello equivaldría a conocer el comportamiento futuro de la Bolsa, lo que es una utopía. En el mejor de los casos, estas sociedades pueden tener o no tener beneficio. Pero ni puede bastar una intención ni puede permitirse la existencia de entes altruistas en un mercado cuyo fin directo es la obtención de lucro.

En la práctica, este tipo de sociedades acaban teniendo por fin último el sostenimiento del cambio de la sociedad, de manera que el título tenga un comportamiento brillante. En otras palabras, tratar de que suba pero que no baje. Esto es querer llevarle la contraria al mercado y es un objetivo condenado al fracaso inevitablemente. No obstante, su existencia genera un círculo vicioso que, esquemáticamente, puede explicarse del siguiente modo. La existencia de esta contrapartida es conocida por los operadores del *parquet,* por lo que, cuando tienen que cumplimentar una orden,

se dirigen a la contrapartida. Esta va así conociendo las posiciones del mercado. Al fijarse el cambio de viva voz, la sociedad actúa a través de su operador, tratando siempre de fijar el cambio más alto posible, aun a costa de satisfacer sólo un porcentaje de la oferta o demanda. Los operadores pulverizan sus intenciones inflando las órdenes, con lo que agravan aparentemente la situación del mercado e imposibilitan la consecución del imposible objetivo de la sociedad-contrapartida.

A fin de cuentas lo único que se consigue con esta actuación es retrasar una baja o acelerar un alza, pero en ningún caso evitar que los precios se sitúen en los niveles que el mercado determina. La prueba de ello es que durante la crisis iniciada en 1974, ninguna sociedad ha impedido que su valor cayera en la misma forma que los que no gozaban de apoyo.

Moraleja obligada es que lo único que potencia la liquidez, es una buena difusión de la propiedad, lo que se consigue con tiempo, prestigio, beneficios y una buena comercialización, y no con intentos de manipulación absurda del cambio.

Como refrendo de esta opinión acerca de la manipulación del mercado es obligado hacer referencia a la intervención del Banco de España o, para los que gusten del eufemismo, a la intervención institucional. Nuestro Banco central ha operado en el mercado de valores obligado por motivos políticos más que económicos. Su actuación en Bolsa ha tenido cierta intensidad durante los momentos álgidos de la transición política, quedando reducida a cero en el último cuatrienio, como no fuera para deshacerse de los títulos que anteriormente había adquirido.

Lo que importa en el tema que tratamos es que ni tan siquiera quien posee una capacidad económica teóricamente ilimitada ha conseguido frenar una crisis bursátil con raíces económicas profundas. Antes al contrario, ha propiciado el dar contrapartida a los avispados que previeron la baja bursátil como inevitable.

Ni son ciertos, por lo tanto, los comentarios en torno a la constante actuación del Banco de España, ni mucho menos que esta institución pueda influir en el comportamiento de los cambios a un plazo más largo del semanal. Para los aficionados a la especulación, puede ser de utilidad el dato de que ni en la mañana del 24 de febrero de 1981 hubo participación alguna del Banco central, a pesar de que motivos excepcionales suficientes había para ello.

VII. EL MERCADO DE RENTA FIJA

Aunque hasta el momento nos hayamos referido a los problemas de liquidez en forma genérica, es evidente que teníamos presente al mercado de acciones. El de renta fija merece un comentario aparte, dado el cambio que en él se ha operado, al transformarse en un mercado real, con condiciones de mercado, desde un mercado testimonial impuesto por el juego de disposiciones legales en torno al juego de los coeficientes obligatorios de las entidades crediticias y de ahorro.

El Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores dedica una especial atención a la promoción de los mercados de renta fija. Las reformas reglamentarias inspiradas por dicho informe tienden, con la mejor intención, a conseguir mercados atractivos de esta naturaleza. Conviene destacar que quien, en primer lugar, ha variado su comportamiento es el propio Estado, emitiendo en condiciones competitivas, y dejando atrás viejos hábitos coactivos. También existe una preocupación en torno al tema de la liquidez, puesto que se ha encomendado al Banco de España la contrapartida de las emisiones de Deuda Pública.

Para las emisiones privadas de renta fija, la reciente Orden Ministerial de 10 de abril de 1981 ha optado por imponer a los emisores unas duras condiciones, a efectos de conseguir la liquidez de los títulos. Se impone la obligatoriedad, a través de un compromiso en documento público, de dar contrapartida, con ciertos límites, a los títulos de una emisión, si se desea que gocen de los beneficios de la cotización calificada. El compromiso consiste en depositar en las Juntas Sindicales ciertos montantes de títulos o dinero, acompañados de orden irrevocable de venta o compra, para atender a las necesidades del mercado. En defecto de este procedimiento se regula la actuación de sociedades de contrapartida a las que la emisora encomiende la citada actividad.

Ante todo, hay que referirse al procedimiento por una cuestión de principios. Debe tenerse presente, en primer término, que una normativa de estas características roza, si no contradice, lo previsto por la Ley de Sociedades Anónimas. En efecto, el artículo 128 de la misma

prevé las formas en que la sociedad puede recoger las obligaciones emitidas, estableciendo en su apartado tercero que puede realizarse por adquisición en Bolsa, al efecto de amortizarlas. Interpretando a contrario la prescripción legal, se llega a la conclusión de que una sociedad no puede adquirir sus obligaciones sin ese objetivo.

Sin embargo, y dejando aparte posibles contradicciones legales, más importancia tiene el análisis de la concepción bursátil que preside la mente del legislador. No se ha conformado con abrir la posibilidad de que las sociedades practiquen estos modos de prestigiar sus emisiones dándoles liquidez, sino que lo ha hecho obligatorio. Subyace, pues, una desconfianza en que los mercados de renta fija puedan potenciarse sin muletas, por la simple aceptación e interés de los inversores al observar una mejora en las condiciones de emisión. En el fondo, la disposición que comentamos lo que hace es consagrar los procedimientos de apoyo que denominábamos, en un apartado anterior, como cotización de prestigio, poniendo muletas al mercado.

Si la opinión expresada sobre la contrapartida en el caso de acciones era que de poco o nada han servido estas prácticas a los emisores, no hay tampoco demasiadas razones para esperar que tenga mayor eficacia en el caso de las emisiones de renta fija. Ciertamente la intención de la contrapartida en este caso es diferente y su justificación técnica mayor, pero el éxito que pueda producirse en el futuro será sin duda más atribuible al interés de las condiciones de emisión, a la magnitud de las mismas y a su difusión que no a estas muletas artificiales.

En este sentido, es conveniente subrayar que la dificultad de extender hoy en día los mercados de renta fija está más en cuestiones extrabursátiles. La competencia que otros activos financieros, tales como imposiciones a plazo, certificados de depósito, letras o pagarés, hacen a los valores de renta fija, no se tiene en cuenta todo lo que merece. Hay que tener presente que estos activos financieros puestos en circulación por la banca tienen condiciones de rentabilidad semejantes —y en ocasiones superiores—, con vencimientos más cortos y, en muchos casos, hasta con la garantía de liquidez inmediata sin pérdida ninguna de valor nominal como puede ocurrir en Bolsa. Con este panorama, la potenciación del mercado de renta fija sobre la base de inversores individuales tiene como único incentivo real la desgravación fiscal en el Impuesto sobre la Renta. Las denominadas cajas negras han de buscar otra colocación con mejores cualidades de opacidad.

Al hilo de este razonamiento, hay que señalar que no se ha evaluado en su verdadera dimensión el perjuicio que a la Bolsa le ha causado la elevación de tipos de interés en momentos de indudable incertidumbre política y económica. El ahorrador ha desistido de colocar sus excedentes en activos con riesgo, como los bursátiles, acudiendo a otros más líquidos y seguros. Paralelamente, el empresario ha paralizado sus iniciativas inversoras, dado que no le era interesante financiarse a tan altos tipos de interés y tampoco el mercado de capitales digería sus emisiones. Pensar, por ejemplo, que algo tan vital como el Plan Energético Nacional se esté financiando con emisiones de obligaciones con amortización entre tres y cinco años, que es un período que no permite ni siquiera terminar la construcción de una central nuclear —mucho menos recuperar vía beneficio los medios financieros comprometidos—, no puede conducir al optimismo, sino más bien al desaliento.

EPILOGO

A lo largo de las líneas anteriores se han expuesto con realismo y sinceridad los problemas auténticos de la liquidez bursátil, descendiendo en ocasiones a detalles importantes, pero desconocidos para quien no visita con frecuencia el parquet de nuestras Bolsas. Podrán discutirse las cuestiones polémicas planteadas o las soluciones adoptadas, pero siendo un observador objetivo, hay que reconocer que todos los defectos que puedan tener nuestros centros de contratación no han sido tan grandes como para impedir que sus ascensos y descensos a medio y largo plazo reflejaran con exactitud las euforias y pesimismos de nuestro sistema económico. La Bolsa tiene la cualidad de hablar diariamente a través de dos lacónicas cifras: el índice y el volumen de negociación. Pues bien, no pocas de las críticas que sobre ella han caído son porque no ha gustado su decir, no porque lo haya dicho mal. La costumbre de decapitar al mensajero portador de malas noticias no es nueva en este viejo mundo.

OPERACIONES BURSATILES CON CREDITOS DE DINERO Y TITULOS

Las operaciones bursátiles con crédito de dinero y de títulos constituyen una novedad en nuestro ordenamiento bursátil. En el presente artículo, **Manuel de la Concha López-Isla** analiza las condiciones en que se desenvuelve la contratación en Bolsa a base, exclusivamente, de las operaciones al contado y, como consecuencia, la necesidad de contar con un sistema de operaciones a crédito como medio de ensanchar la base operativa y conseguir una mayor estabilización de los cambios. A continuación expone las razones más destacadas que han aconsejado la adopción de este sistema, y hace un somero estudio comparativo con la operatoria practicada en otras Bolsas, poniendo de manifiesto las características diferenciadoras del sistema español regulado por la O.M. de 21 de abril de 1981. Por último, expone el funcionamiento del sistema y la utilización que del mismo han hecho los intermediarios financieros y los inversores desde el comienzo de esta operatoria.

LA Orden Ministerial de 21 de abril de 1981, introduce la novedad más importante en el mercado bursátil español desde 1940.

El comienzo de la operatoria con crédito de dinero al comprador o de títulos al vendedor, supone una medida racional, esperada desde hace mucho tiempo, y completamente necesaria para el ensanchamiento y estabilidad del mercado de valores.

No voy a entrar en un análisis del contenido de la O. M. antes aludida, pues ya es suficientemente conocida. Pero sí conviene, a mi juicio, puntualizar algunas de las razones que han aconsejado la implantación de este sistema, en vez del plazo tradicional regulado en el Reglamento de las Bolsas de Comercio de 1967.

La operatoria de contado es la única que ha existido en nuestras Bolsas en los últimos cuarenta años, a diferencia de todas las Bolsas importantes que, o bien contaban con operaciones a plazo o con sistemas de crédito, pero en las que la operatoria de contado era solamente una modalidad más.

La existencia de un único mercado de contado en nuestras Bolsas ocasionaba una gran distorsión en la evolución de los precios o cotizaciones. El mercado se movía por impulsos alcistas o bajistas acumulativos, sin que existiera ningún mecanismo técnico corrector o suavizador de las tendencias, y sin que el inversor pudiera en ningún momento tomar posiciones de futuro ante el análisis de la coyuntura. Sin embargo, operadores avispados, amparados en los problemas de liquidación con anterioridad a 1974, hacían auténticas operaciones de futuro ilegales, con la simple utilización de las demoras en la liquidación de los títulos. Así se producían compras de contado que se pagaban con uno o más meses de retraso, o ventas en descubierto ilegales que se liquidaban con compras antes de su liquidación, produciéndose así una espiral de retrasos que amenazaba gravemente al sistema bursátil. La situación, además de peligrosa, era irritante, porque esta práctica era utilizada por los asiduos al mercado, conocedores de toda su mecánica, y no podía ser utilizada, por no ser conocida, por la inmensa mayoría del público ni por los que querían operar dentro de la legalidad vigente. El Decreto de 25 de abril de 1974 estableció un nuevo Sistema de Liquidación y Compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios, llamado Nuevo Sistema de Liquidación. Este sistema, que en sus primeros momentos contó con numerosos detractores, está basado en el principio de la fungibilidad de los títulos y en el uso de la informática para su funcionamiento. Al mismo tiempo, se pusieron en marcha sistemas para la liquidación puntual de los títulos nominativos y se perfeccionó la de los derechos de suscripción. A partir de ese momento el mercado de contado operó como tal, haciéndose imposibles las corruptelas practicadas al amparo de las demoras en la liquidación.

Es, pues, el Nuevo Sistema de Liquidación el instrumento técnico que permite una liquidación puntual de las operaciones bursátiles y posibilita la implantación de las operaciones a plazo, o a crédito. No obs-

tante, tienen que transcurrir todavía siete años antes de que las autoridades económicas decidan la implantación de estas operaciones.

Estos siete años ponen aún más de manifiesto la estrechez del mercado bursátil español, no en cuanto a su volumen de contratación, que llegó a ser el cuarto de Europa en 1974, sino en cuanto a las modalidades operativas, reducidas a la operatoria de contado. Las alzas de los años 1970 a 1974, basadas en una coyuntura económica nacional e internacional favorable, y en una política generalizada de desdoblamientos de capital sin desembolso o con desembolsos a la par, cuando las cotizaciones eran muy superiores, fueron acumulativamente desproporcionadas, y así se llegó a la gran paradoja de que a 31 de diciembre de 1974, la capitalización bursátil de la Bolsa española era la cuarta del mundo. La teoría nos dice que la existencia de operaciones de futuro habría suavizado el ciclo bursátil, y ello parece indudable, aunque no existen medios de probarlo. Pienso que, cuando en 1973 comienza la llamada crisis del petróleo, y empiezan a bajar con gran celeridad las cotizaciones en las Bolsas foráneas, y es el primer año, desde los cinco anteriores, en que en las nuestras se produce un importante saldo vendedor de operaciones de extranjeros, si hubiéramos contado con un mecanismo, el que fuera, de operaciones de futuro, nuestras Bolsas no hubieran continuado su absurda tendencia alcista. Asimismo, en la baja ininterrumpida desde abril de 1974 hasta diciembre de 1980, la existencia de estas operaciones habría introducido contrapartidas compradoras que habrían mitigado las bajas e impedido un desplome tan espectacular de los volúmenes de contratación, con las consecuencias lógicas en el mercado, en el alejamiento del público inversor, en el estrechamiento de la base bursátil, etc., secuelas que hemos estado padeciendo hasta hace muy pocos meses.

Una vez implantado el Nuevo Sistema de Liquidación, se pensó que era imprescindible la reimplantación de la operatoria a plazo, y así se manifestaron las tres Bolsas nacionales en un memorándum conjunto presentado al Ministerio de Hacienda en el mes de septiembre de 1974.

A partir de entonces la Bolsa de Madrid estudió el sistema más apropiado para que, en su día, pudiera ser implantado en nuestras Bolsas, inclinándose hacia esquemas próximos al «modelo anglosajón», aunque sin descartar la alternativa de la reinstauración del plazo tradicional. En este sentido, se realizó un estudio que se remitió al Ministerio de Hacienda en abril de 1977, y un posterior memorándum elevado al Ministerio de Economía en julio de 1977.

Por O. M. de 4 de agosto de 1977 se creó la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, que en su informe de 12 de abril de 1978 se pronunció, también, por un sistema de préstamo de dinero y de títulos, basado en un mercado único de contado. Este informe ha sido el inspirador del sistema implantado por la O. M. de 10 de abril de 1981.

La aparición de la O. M. desató una viva polémica entre los profesionales del mercado de valores. Se cuestionó si era conveniente para nuestras Bolsas la adopción de un sistema nuevo, sin precedentes en nuestros usos bursátiles, practicado solamente en las Bolsas con legislación de origen anglosajón, o hubiera sido mucho más adecuada la reinstauración del plazo, tal y como estaba previsto en el Reglamento de Bolsas.

Muchas son las razones que ha tenido el legislador para introducir el sistema de crédito, razones que han sido puestas de relieve, en numerosas ocasiones, por la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid.

Entre ellas podemos destacar:

1.° Razones de economía legislativa, pues al estar basado el sistema en un mercado único de contado, solamente era preciso una O. M. que introdujera un sistema de crédito que potenciara el mercado de contado ya existente. Parecía, además, una extraña paradoja que el crédito, presente en todas las actividades económicas y comerciales, no lo estuviera en el mercado financiero por excelencia.

2.° Razones de economía de costos, pues la implantación del sistema tradicional, con su multitud de variantes operativas, y la complejidad de las posiciones, produciría enormes dificultades para su tratamiento informático, sobre todo en orden a procesar pocas operaciones en cada una de las variantes posibles, y con cambio de contado y de plazo.

3.° Razones derivadas de la evolución histórica de nuestro sistema financiero. En efecto, nace el Plazo en nuestras Bolsas en 1831.

En aquella época nuestro sis-

tema financiero estaba en sus inicios, y el sistema crediticio, muy rudimentario y escaso, era poco utilizado y llegaba a muy pocos sectores productivos. La Bolsa española adaptó el sistema francés, con un modelo operativo que se autofinanciaba a sí mismo, sin necesitar, por tanto, una corriente financiera externa a la propia operatoria bursátil. Quedaba, con ese sistema, la Bolsa en un compartimento estanco, desconectado de todo el resto del sistema financiero. Las fuertes oscilaciones de los tipos de interés, a partir de la década de los sesenta, inducen a pensar que es una necesidad ineludible la conexión de todos los mercados financieros, y, sin duda, el sistema de crédito bursátil enlaza a las Bolsas con el resto del sistema financiero, formando así un conjunto armónico.

4.° Razones técnicas de mercado. En la operatoria del plazo tradicional es imprescindible que las posiciones de compra y venta a plazo coincidan. Es decir, quien quiere comprar un valor a plazo debe encontrar en el mercado a alguien que quiera vender, también a plazo, esos mismos títulos. Esta condición *sine qua non,* derivada de la exigencia de toda relación bilateral exactamente contrapuesta para la formación de los cambios, lleva consigo una limitación lógica a su expansión. O la inmensa mayoría de los operadores se inclinan por realizar operaciones a plazo, como ocurre en la Bolsa de París, tomando el contado una importancia relativa mínima, o el mercado a plazo queda circunscrito a una operatoria de iniciados, sin implantación real en el mercado, y sin contribuir a la estabilidad de los cambios ni al ensanchamiento de la base operativa del mismo.

Algunos estudiosos de estos temas señalan que la dualidad de cambios —de contado y de plazo— que se da en la coexistencia de ambos mercados, es teóricamente conveniente en orden a conocer una orientación numérica o mensurable acerca de las tendencias previsibles a corto y medio plazo, respecto a la evolución de los cambios. La observación, pues, del *écart* entre la cotización del plazo y de contado, debe, teóricamente, proporcionar una información significativa. No obstante el «Informe Pérouse» de septiembre de 1980 sobre la modernización del mercado de valores francés, que se inclina por la unificación de los cambios de contado y de plazo, pone de relieve que en los años 1978 y 1979, en la Bolsa de París, el *écart* entre ambos fue:

- En el 18 por 100 de las sesiones bursátiles analizadas los cambios de contado fueron superiores a los de plazo en un promedio del 1,19 por 100.
- En el 26 por 100 de las sesiones, los cambios de contado fueron igual a los de plazo.
- En el 56 por 100 de las sesiones, los cambios de contado fueron inferiores a los de plazo en una medida del 1,33 por 100.

Y añade el informe que se puede observar que las diferencias entre los dos cambios, no solamente no proporcionaron una justa remuneración a la disponibilidad inmediata de fondos o de títulos (operación de contado), sino que, además, han sido producto más de desequilibrios propios de mercado que de manifestación de tendencias.

5.° La experiencia internacional pone de relieve que los usos bursátiles anglosajones han cooperado a un desarrollo más importante de sus mercados en comparación con las Bolsas de legislación de inspiración francesa. Bien es verdad que ese desarrollo es, también, consecuencia del alcanzado por sus sistemas financieros, la libertad de movimientos de capital y la potencia de sus economías nacionales. Las tres Bolsas más importantes del mundo, la New York Stock Exchange, la de Londres y la de Tokio, tienen operatoria con crédito al comprador y vendedor.

En el NYSE las operaciones de *margin* y las *short sale* se practicaban de una forma anárquica antes de su regulación muy estricta en 1931. Algunos comentaristas de la época aconsejaban que se prohibieran las ventas en descubierto o *short sale* y que quedaran solamente como operaciones de crédito las de compra o *margin.* El entonces Presidente del NYSE, Mr. Simons, defendió, en una conferencia muy difundida, la necesidad de mantener las *short sale* como operatoria compensadora del ciclo bajista y medio técnico corrector necesario ante la precipitada y angustiosa caída de las cotizaciones. En el sistema americano, los *brokers* conceden un crédito de dinero o de títulos hasta un porcentaje, variable según las circunstancias del mercado, del importe de la operación. Este porcentaje cumple, además de la función de garantía para el *broker,* una función de instrumento de política bursátil y monetaria, al ser fijada su cuantía mínima por el Consejo de la Reserva Federal en función de la coyuntura monetaria y bursátil. (Actualmente está fijado en un 50 por 100 para las compras.)

Otro aspecto que conviene destacar, por su diferencia con el sistema español, es el reforzamiento de las garantías para el *broker.* En el sistema americano los títulos comprados quedan bajo la custodia del *broker* —a diferencia del sistema español en el que se entregan al cliente— mediante la modalidad fiduciaria del *street name,* lo cual hace posible, además, la disponibilidad por aquél de títulos para el préstamo en el *short sale.*

El procedimiento japonés es prácticamente igual que el americano. Su diferencia radica en el hecho de que los *brokers* no obtienen el crédito de títulos o de dinero directamente, sino a través de «Sociedades de Valores» que cumplen múltiples funciones en el mercado de valores japonés.

El sistema británico también es de características similares. La particularidad de éste, es que la liquidación de todas las operaciones se practica quincenalmente, y es el día de la liquidación cuando el *broker* puede conceder crédito para prorrogar la posición, a demanda del cliente.

Estos sistemas que, con ligeras variantes, son prácticamente iguales y que genéricamente podríamos denominar de «crédito al mercado» parecen imponerse en la evolución del resto de las Bolsas. Así, en la Bolsa de París, donde todavía existe la dualidad de la operatoria de contado y de plazo, su Cámara Sindical, elaboró un informe en 1976 que sigue las líneas generales del sistema hoy implantado en España, propugnando la supresión del mercado a plazo, y la introducción del crédito sobre la base del mercado al contado. Pero años más tarde, en 1979, la Cámara Sindical de París, cambió su planteamiento inicial y se inclinó, en un informe elevado al Ministerio de Finanzas el 30 de mayo de ese año, por la supresión de la dualidad de los cambios de contado y de plazo, si bien mediante la desaparición del mercado de contado. Propugnaba la simplificación de la operatoria de plazo y la introducción del crédito en la prórroga de las posiciones. Esta misma línea es la que sigue el ya citado Informe Pérouse de septiembre de 1980. No obstante, y quizás como consecuencia de los cambios políticos en el país vecino, no se ha producido la reforma anunciada y el sistema que definitivamente se elija está aún por definirse. Pero la tendencia parece suficientemente explícita.

En consecuencia, el sistema de crédito al mercado español es el primero que se implanta en las Bolsas europeas continentales. La expectación que ello ha ocasionado ha sido considerable. En la sesión de trabajo del Comité de las Bolsas de la CEE, celebrada en Londres el 29 de octubre de 1981, fue invitada la Bolsa de Madrid a hacer una exposición de su funcionamiento y de sus notas más características.

Características diferenciadoras del sistema español

El régimen de crédito de dinero y de títulos que introduce la O. M. de 21 de abril de 1981, presenta bastantes puntos de coincidencia con el primitivo proyecto de 1976 realizado por la Bolsa de París. Es muy similar al sistema americano y al japonés, pero con algunas diferencias no fundamentales para la operatoria, pero sí destacables en cuanto a sus características intrínsecas. En nuestra legislación y práctica mercantil, no existe el depósito fiduciario —*street name*— que facilita toda la operatoria financiera. Por consiguiente, en nuestro sistema ha habido que salvar esta carencia que da, en el sistema americano, un reforzamiento de las garantías y posibilita la obtención de títulos para las ventas a crédito. Ello se ha intentado dando importantes facultades a las Juntas Sindicales en cuanto a las garantías, organización y control de las operaciones, al mismo tiempo que se ha limitado el horizonte temporal de las mismas al plazo máximo de tres meses, contando con las dos prórrogas posibles legalmente. Al acortar el horizonte temporal, se ha querido seguir una política cautelosa de seguimiento de las operaciones y limitar en el tiempo la incertidumbre de su cumplimiento. A esta misma preocupación responde también el hecho de que el cliente firme, en el momento de dar la orden, otra irrevocable de sentido contrario, que sería ejecutada por el agente en caso de incumplimiento.

La no existencia del depósito fiduciario origina, además, problemas para obtener préstamos de títulos para las ventas a crédito. Se están resolviendo mediante la firma de contratos con sociedades de inversión y otras instituciones, por los que se comprometen al préstamo de determinados valores mediante una remuneración. Pero la dificultad mayor se presenta en el caso de la operatoria con títulos nominativos. El depósito fi-

duciario practicado en la Bolsa de París a través del Sicovam, en las alemanas a través de las Kassenverein, y de los específicos sistemas inglés y americano, y asumido plenamente por las emisoras españolas que cotizan títulos en Alemania y París, permite la liquidación y el préstamo de esta clase de títulos sin más problemas que los al portador. Actualmente se está estudiando la posibilidad del tratamiento de los títulos nominativos en el sistema de crédito mediante fórmulas informáticas y acuerdos con las entidades emisoras que permitan salvar las dificultades que, en principio, se han encontrado.

Otra de las características diferenciadoras de nuestro sistema radica en la obtención de fondos para la financiación de las compras a crédito. Mientras que los *brokers* americanos e ingleses obtienen directamente del mercado monetario o de los depósitos de sus clientes los fondos de financiación, en España son las Juntas Sindicales las encargadas de tal función. La razón obvia para esta solución, radica en las diferencias de dimensión de las casas de *brokers* con las de los agentes españoles, cuyo reducido volumen operativo les impediría acudir al mercado monetario para la obtención individualizada de pequeñas partidas. Al conceder esta función a las Juntas Sindicales, se consolidan todas las posiciones compradoras a crédito de todos los agentes y se puede negociar una suma usual a las utilizadas en el tráfico del mercado monetario. El acceso de las Juntas Sindicales al mercado interbancario, ha sido regulado por circular del Banco de España.

Otra importante diferencia es la simetría. En el sistema americano el tiempo de diferimiento es asimétrico, siendo mayor en las compras, que no tienen plazo determinado, que en las ventas, que se suele hacer por un plazo notablemente menor. El sistema español asegura una completa simetría en compras y ventas.

También en el sistema americano, la diferencia entre el importe de la compra y el porcentaje dado en garantía, no es financiado a crédito en su totalidad. En general, el crédito oscila entre el 10 por 100 y el 60 por 100 del importe de la compra. Por otro lado, como en el sistema americano cada *broker* negocia las condiciones del crédito, puede haber, y de hecho las hay, diferencias de unas a otras, mientras que en el sistema español las condiciones son iguales para todos. Para el inversor es, por lo tanto, más cierto y transparente el sistema español.

Así pues, puede afirmarse que nuestro sistema es más simétrico, más homogéneo y con mayor apalancamiento financiero que el americano.

Como vemos, todas estas características diferenciadoras de nuestro sistema son, por así decir, de orden interno. En la práctica, cara al inversor, la operatoria es exactamente igual que en los otros sistemas. La operación se efectúa al contado, se liquida como las operaciones de contado, y al cambio o cambios de la sesión, sin que exista dualidad de cambios. El cliente puede elegir la modalidad de crédito, en cuyo caso se le cargan los gastos e intereses de los fondos prestados, y puede abandonar la operación dando orden de sentido inverso.

Funcionamiento del sistema de crédito al comprador y vendedor

El sistema desarrollado por la O. M. de 21 de abril de 1981, comenzó a funcionar, en la Bolsa de Madrid, el día 16 de junio, con 15 valores al portador de cotización calificada. El día 20 de octubre de 1981 se amplió la base operativa en otros siete valores más, también al portador y de cotización calificada.

El funcionamiento se puede esquematizar en los siguientes puntos:

1.° La contratación de todas las operaciones se efectúa en régimen de contado, con cobertura de dinero o de títulos que permita el diferimiento de las posiciones a crédito, obtenida por la Junta Sindical previa consolidación de las posiciones de cada uno de los agentes. La operación es, como mínimo, de 500 títulos o múltiplo de esa cantidad.

2.° Especificación en la orden de compra o de venta, del carácter de operación de crédito y suscripción de una orden irrevocable de signo inverso.

3.° Pago de unas garantías mínimas, fijadas inicialmente en el 25 por 100, que han de ser aportadas por los compradores y vendedores a crédito al agente encargado de cumplimentar la orden, para su depósito en la Junta Sindical. Aunque todavía no se ha practicado, está prevista la posibilidad de que el vendedor a crédito entregue títulos en garantía, en vez de depósito en dinero.

Las garantías han de reponerse cuando se produce una modificación superior al 10 por 100 en la cotización de los valores

objeto de la contratación a crédito, para asegurar la suficiencia del depósito efectuado para la cobertura de los riesgos de la operación.

4.° La operación de crédito puede ser hasta el fin del mes corriente o del mes siguiente, según la operación se haya realizado antes o después del día 15 de cada mes, con la posibilidad de solicitud por el cliente de hasta dos prórrogas, de un mes cada una.

5.° La operación de crédito puede ser liquidada cualquier día después de la contratación, aunque no haya llegado el término de la misma, a voluntad del cliente.

6.° Los derechos accesorios a los títulos son atribuidos a los compradores a crédito, cargándose el importe de los mismos a los vendedores a crédito.

En los cuadros núms. 1 y 2 se presenta un esquema de una operación de compra a crédito y otra de venta a crédito. En esos ejemplos, se ha escogido, con datos reales, una operación de compra y otra de venta, en las que en el período de vigencia se produce una prórroga, una ampliación de capital y un pago de dividendos, y en ellos se puede contemplar toda la incidencia contable de ambas operaciones.

Singular consideración merece el hecho de que, entre la fecha de contratación de la operación y la de la cancelación de la posición, se hubieran devengado derechos económicos de los títulos contratados. En el caso de que se pague un dividendo, no existe problema alguno: su importe se le abona al comprador, y, en su caso, a los cedentes de títulos, y se le carga al vendedor. El problema surge cuando se trata de derechos de suscripción que, al no tener un valor fijo y predeterminado, obligan a realizar la simple «puesta a disposición» de los derechos correspondientes, lo cual se efectúa mediante un sistema de cargos y abonos que realiza el servicio denominado SERLIDE.

El funcionamiento del mercado con crédito, exige por parte de los inversores un esfuerzo suplementario en el análisis del mercado en cuanto a la elección adecuada de los momentos en que conviene actuar. El mercado usual de contado da, por decirlo de alguna manera, más posibilidades para tomar decisiones en el instante, pues la subida o bajada en una cotización no supone la ganancia o pérdida necesaria para exigir esa atención. Sin embargo, en el mercado con crédito, leves incrementos o decrementos en los cambios pueden suponer pasar de una situación favorable a otra desfavorable. Y ello es así, porque el crédito, al introducir el factor económico tiempo, modifica los costes iniciales de la operación en función del mismo.

La utilización del sistema de crédito ocasiona unos gastos que son, fundamentalmente, los recargos por diferimiento, ya sea de dinero o de títulos. El préstamo de dinero tiene unos costes parecidos a los del dinero interbancario, que son significativos. Sin embargo, el coste del préstamo de títulos, excepto en situaciones excepcionales, es nulo o relativamente muy pequeño.

El cuadro n.° 3 da una idea de las modificaciones en los cambios que son necesarias para cubrir los gastos a distintos precios de dinero y del préstamo de títulos. De su examen se puede concluir que lo importante es acertar en la evolución del mercado, pues los gastos no son dirimentes en el éxito de la operación. En efecto, una variación de la cotización del 5 por 100 en los cambios absorbe todos los gastos de compra a un tipo de interés de alrededor del 20 por 100, y una variación a la baja del 1 por 100 es suficiente para cubrir los gastos de la operación de venta, en el supuesto de no cobrar recargo por el préstamo de títulos. En ambos casos, el cálculo está hecho agotando las dos prórrogas posibles.

Si lo importante de la operatoria con crédito es, precisamente, prever la evolución del mercado, se infiere que en esta operatoria, más que en ninguna otra, se precisa del asesoramiento de los profesionales. Adquiere así especial relieve el análisis de las tendencias, su formación, desarrollo y cambio. Naturalmente, este tipo de análisis ha de basarse en datos empíricos y razonamientos sobre el comportamiento de los inversores en el mercado.

Es forzoso hacer referencia a Charles H. Dow, que dio a conocer su teoría sobre las tendencias del mercado; teoría que podríamos resumir de la siguiente forma:

El comportamiento de un título responde a varios componentes que podríamos describir como:

1. Una tendencia a largo plazo que nos puede indicar el carácter alcista, bajista u oscilante en el comportamiento del valor. Estos largos plazos pueden llegar a ser relativamente cortos, y ello dependerá de las condicio-

CUADRO 1

FECHA	Suceso Decisión	Conceptos	CAJA		CUENTA EFECTIVO		CUENTA DE TITULOS		TRAMITES
			Cobros	Pagos	Cargos	Abonos	Cargos	Abonos	
4-XI-80	COMPRA Cotizac.: 67,50	Principal del crédito Garantías iniciales Comisión apertura 1 Corretajes Póliza Recargo difer. 1		338.000,0 1.518,0 6.000,0 1.485,0		1.012.000,0 10.390,0	4.000 Títs.		Orden de compra. Orden irrevocable de venta. Recepción del recibo garantías iniciales.
		Acumulación		347.603,0		1.022.390,0			
28-XI-80	PRORROGA Cotizac.: 65,25	Recargo difer. 1 Comisión apertura 2 Recargo difer. 2		10.390,0 1.518,0	10.390,0	 13.323,5			Solicitud de prórroga.
		Acumulación		358.911,0	10.390,0	1.035.613,5			
5-XII-80	AMPLIACION Valor teórico del derecho: 7,75 Ptas.	Derechos	31.000				4.000 Dchos.	4.000 Dchos.	Venta de derechos o suscripción de nuevas acciones.
		Acumulación	31.000	358.911,0	10.390,0	1.035.613,5			
26-XII-80	1.ª OPCION CANCELA. NORMAL Cotizac.: 71,5	Principal del crédito Recargo difer. 2		1.012.000,0 12.223,5	1.012.000,0 13.223,5			4.000 Títs.	Recepción de la póliza el jueves de la semana siguiente a la de cancelación. Rentabilidad de la operación: 22,69 por 100.
		Acumulación	31.000	1.384.134,5	1.035.613,5	1.035.613,5			
26-XII-80	2.ª OPCION PRORROGA Cotizac.: 71,5	Recargo difer. 1 Comisión apertura 3 Recargo difer. 3		13.223,5 1.518,0	13.223,5	 17.120,0			Solicitud de prórroga.
		Acumulación	31.000	373.652,5	23.613,5	1.052.733,5			
1-I-81	DIVIDENDO 25 Ptas. por título	Dividendo			100.000,0				
		Acumulación	31.000	373.652,5	123.613,5	1.052.733,5			
2-I-81	CANCELA. ANTICIPADA Cotizac.: 63	Principal del crédito Recargo difer. 3 Dividendos	 100.000	1.012.000,0 3.423,9	1.012.000,0 17.120,0	 100.000,0		4.000 Títs.	Solicitud de cancelación. Recepción de la póliza el jueves de la semana siguiente a la de la cancelación. Rentabilidad de la operación: 2,47 por 100.
		Acumulación	131.000	1.389.076,4	1.152.733,5	1.152.733,5			

OPERACION BASE:
Compra a crédito de 4.000 Títulos X
el día 4-XI-80 al 67,50 por 100.
Importe global: 1.350.000 pesetas.

CUADRO 2

FECHA	Suceso Decisión	Conceptos	CAJA		CUENTA EFECTIVO		CUENTA DE TITULOS		TRAMITES
			Cobros	Pagos	Cargos	Abonos	Cargos	Abonos	
4-XI-80	VENTA	Títulos Garantías iniciales Comisión apertura 1 Corretajes Comisión prést. títs. 1		338.000 2.025 6.000	1.350.000 338.000			4.000 Títs.	Orden de venta. Orden irrevocable de compra. Recepción del recibo de garantías inicial.
		Acumulación		346.025	1.688.000				
28-XI-80	1.ª OPCION: CANCELA. NORMAL Cotizac.: 62,25	Títulos Devolución de garantías Comisión prést. títs. 1	1.350.000 338.000			1.350.000 338.000	4.000 Títs.		Entrega de referencias técnicas al Agente Mediador o Entidad ordenantes. Rentabilidad de la operación: 8,54 por 100.
		Acumulación	1.688.000	346.025	1.688.000	1.688.000			
28-XI-80	2.ª OPCION: PRORROGA Cotizac.: 62,25	Comisión apertura 2 Comisión prést. títs. 1 Comisión prést. títs. 2		2.025					Solicitud de prórroga.
		Acumulación		348.050	1.688.000				
3-XII-80	AMPLIACION Valor teórico del derecho: 7.75 Ptas.	Derechos		31.000			4.000 Dchos.	4.000 Dchos.	Compra de derechos.
		Acumulación		379.050	1.688.000				
26-XII-80	PRORROGA Cotizac.: 71,5	Comisión apertura 3 Comisión prést. títs. 2 Comisión prést. títs. 3		2.025					Solicitud de prórroga.
		Acumulación		381.075	1.688.000				
1-I-81	DIVIDENDO 25 Ptas. por título	Dividendo				100.000			
		Acumulación		381.075	1.688.000	100.000			
1-I-81	REPOSICION DE GARANTIAS Cotizac.: 63	Reposición de garantías		10.000	10.000				Recepción del recibo de garantías complementarias.
		Acumulación		391.075	1.698.000	100.000			
30-I-81	CANCELA. NORMAL Cotizac.: 65	Títulos Devolución de garantías Comisión prést. títs. 3 Dividendos	1.350.000 348.000	 100.000	 100.000	1.350.000 348.000	4.000 Títs.		Entrega de referencias técnicas al Agente Mediador o Entidades ordenantes. Rentabilidad de la operación: 20,47 por 100.
		Acumulación	1.698.000	491.075	1.798.000	1.798.000			

OPERACION BASE:
Venta con crédito de 4.000 Títulos X
al 67,50 por 100 el día 4-XI-80.
Importe global: 1.350.000 pesetas.

CUADRO N.º 3

PERDIDAS NECESARIAS (PORCENTUALES) EN LA COTIZACION PARA CUBRIR LOS GASTOS OCASIONADOS POR UNA COMPRA A CREDITO (*)

DURACION DE LA OPERACION	*SIN COMISION PRESTAMO TITULOS*	*CON COMISION PRESTAMO TITULOS*					
		1	*2*	*3*	*4*	*5*	*6*
Hasta la 1.ª prórroga	−0,40 (1) −0,50 (2)	−0,48 −0,50	−0,57 −0,75	−0,65 −0,75	−0,73 −0,75	−0,82 −1,00	−0,90 −1,00
Hasta la 2.ª prórroga	−0,55 −0,75	−0,72 −0,75	−0,88 −1,00	−1,05 −1,25	−1,22 −1,25	−1,39 −1,50	−1,55 −1,75
Duración máxima	−0,70 −0,75	−0,95 −1,00	−1,20 −1,25	−1,45 −1,50	−1,70 −1,75	−1,95 −2,00	−2,20 −2,25

Todos los datos en %.

(*) Calculadas sobre una operación base de 1.000.000 de pesetas y cotización 100 por 100.

(1) Pérdida efectivamente necesaria.

(2) Pérdida mínima en la cotización que permite cubrir la pérdida necesaria.

GANANCIAS NECESARIAS (PORCENTUALES) EN LA COTIZACION PARA CUBRIR LOS GASTOS OCASIONADOS POR UNA COMPRA A CREDITO (*)

TIPO DE INTERES DEL CREDITO / *DURACION DE LA OPERACION*	*12*	*13*	*14*	*15*	*16*	*17*	*18*
Hasta la 1.ª prórroga	1,23 (1) 1,25 (2)	1,30 1,50	1,36 1,50	1,42 1,50	1,48 1,50	1,55 1,75	1,61 1,75
Hasta la 2.ª prórroga	2,10 2,25	2,22 2,25	2,35 2,50	2,47 2,50	2,60 2,75	2,72 2,75	2,85 3,00
Duración máxima	2,96 3,00	3,15 3,25	3,33 3,50	3,52 3,75	3,71 3,75	3,90 4,00	4,08 4,25

Todos los datos en %.

(*) Calculado sobre una operación base de 1.000.000 de pesetas y cotización 100 por 100.

(1) Ganancia efectivamente necesaria.

(2) Ganancia mínima en la cotización que permite cubrir la ganancia necesaria.

nes de estabilidad propia y del entorno.

2. Unos movimientos bruscos a medio plazo recortan la marcha de la tendencia general.
3. Las oscilaciones que con carácter general aparecen en cualquier zona de la marcha de las cotizaciones y que sirven de reajustes en el corto plazo.

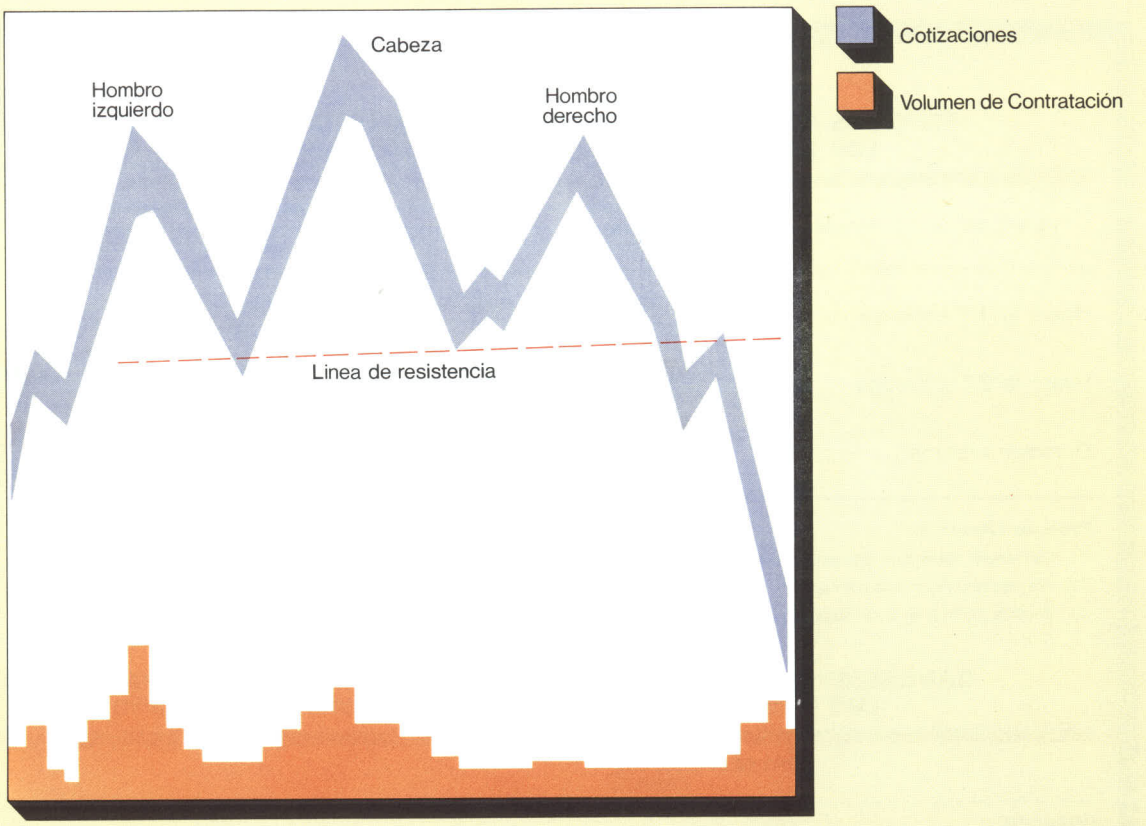
Hay que hacer notar que las nociones de largo, medio y corto plazo son relativas y suelen estar muy relacionadas con las condiciones de estabilidad propias de las empresas y, por supuesto, del entorno político-económico en el que se desenvuelven.

Normalmente, y como indicativo anexo, se da el que la contratación acompaña a la marcha de la tendencia, de manera que el volumen contratado aumenta a medida que la tendencia se va reafirmando, mientras que si la tendencia empieza a cambiar, sucederá que el mercado (inversores) quedará a la espera de la nueva línea que marque el funcionamiento.

El punto esencial desde esta forma de análisis (que llega a convertirse casi en visual) con-

GRAFICO 1.
FORMACIONES SIMPLES
DE ESTRUCTURA DE HOMBROS Y CABEZA

ALZA - BAJA



BAJA - ALZA

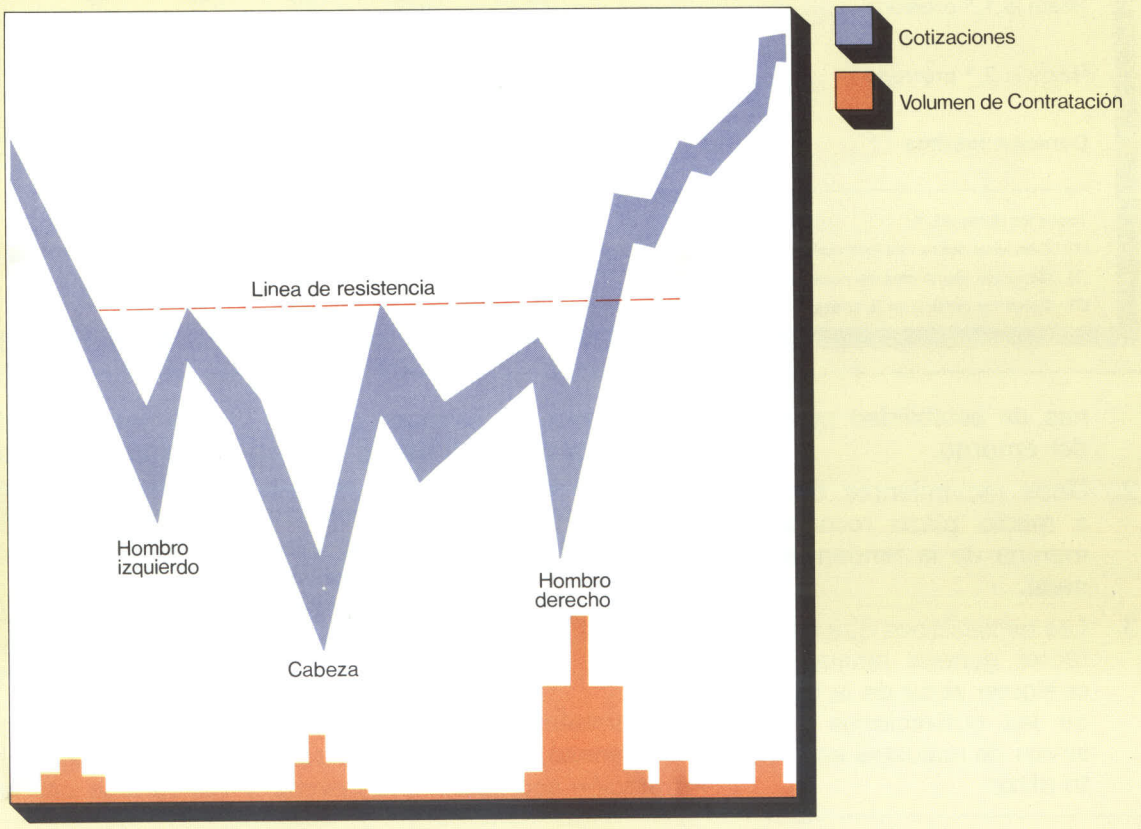
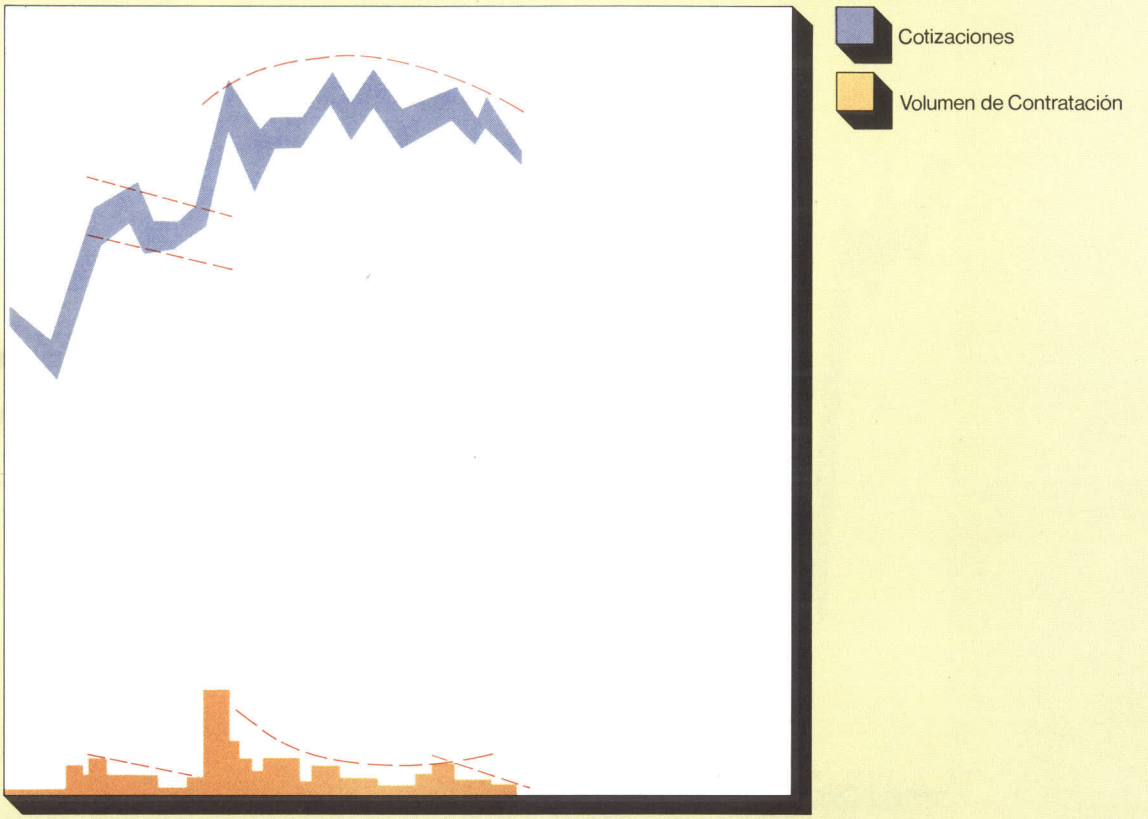


GRAFICO 2.
FORMACIONES MULTIPLES DE HOMBROS Y CABEZA (ARCOS)

ARCO SUPERIOR



ARCO INFERIOR

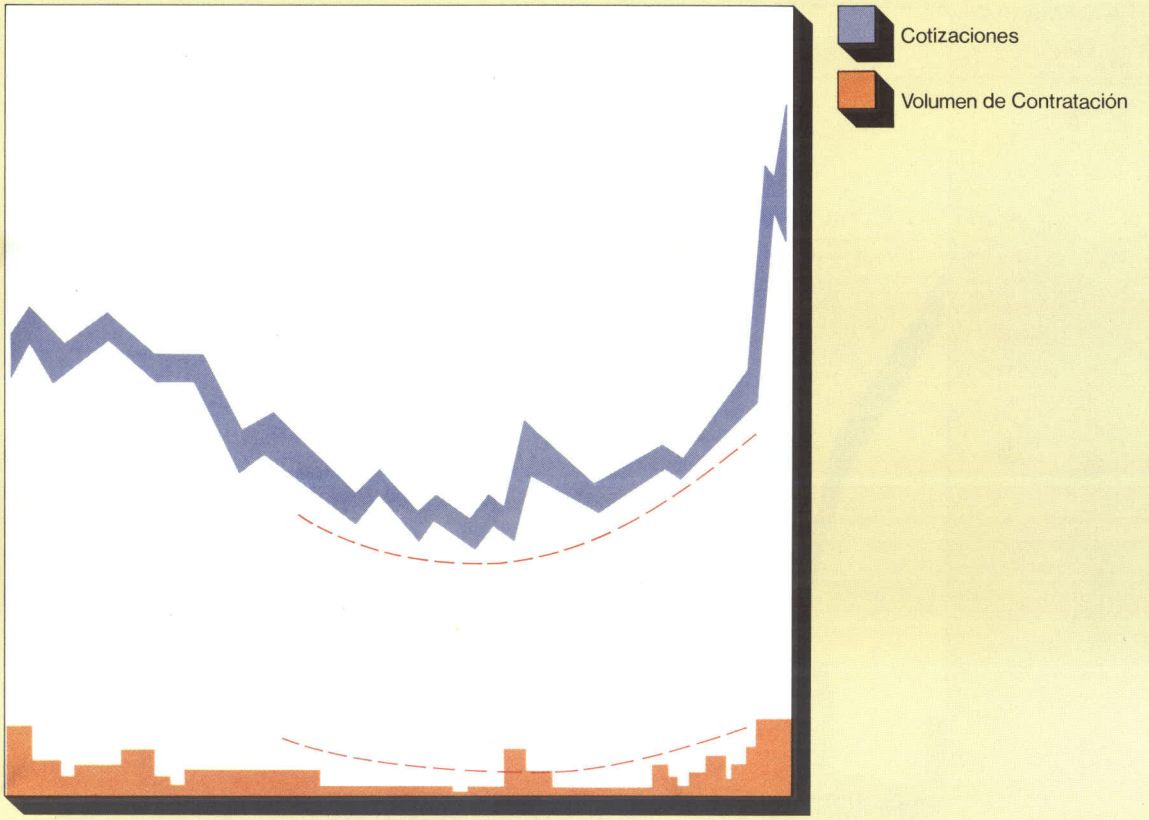
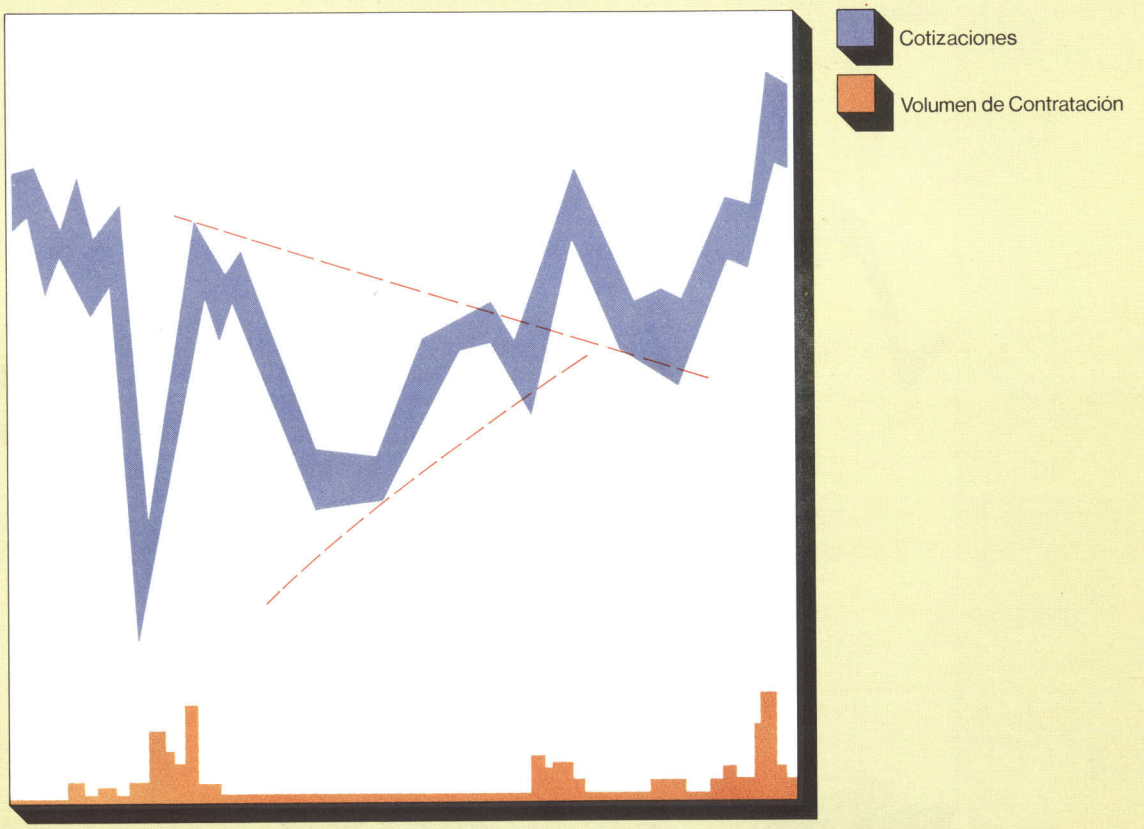
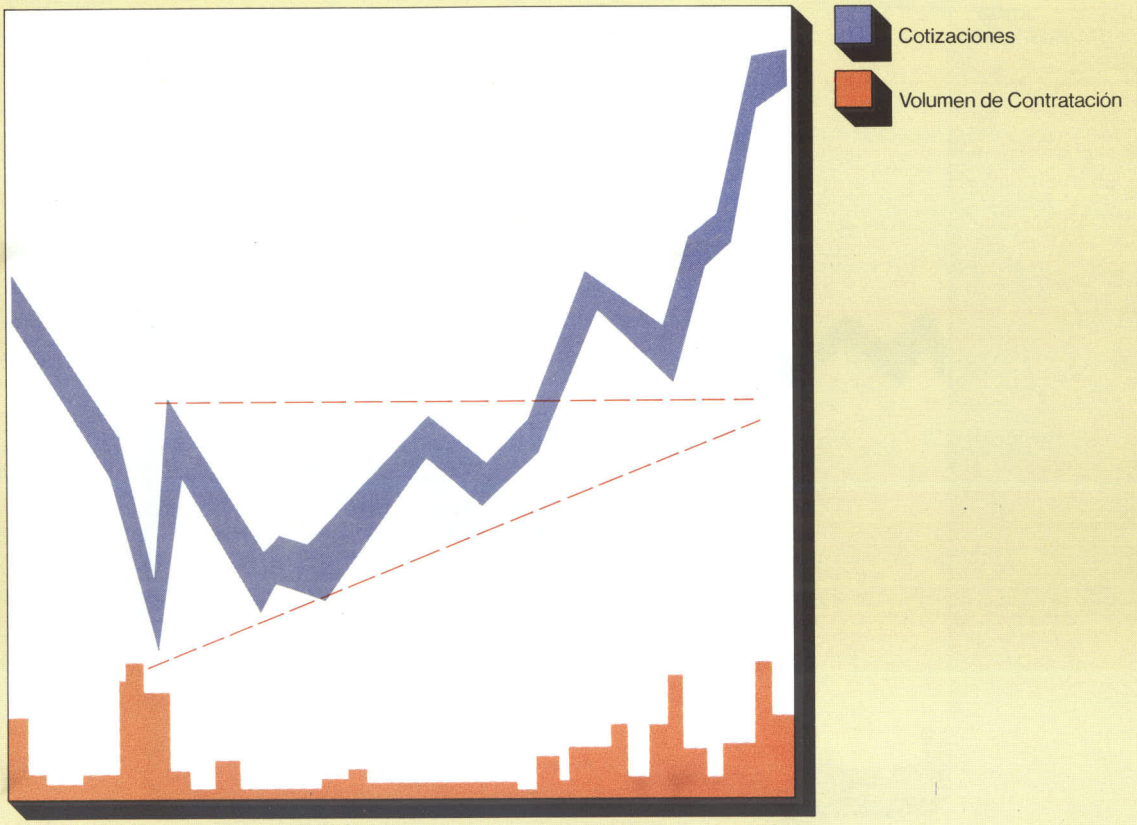


GRAFICO 3.
FORMACIONES DE TRIANGULOS SIMETRICOS Y RECTANGULOS

SIMETRICO



RECTANGULO



siste en poder identificar cuándo una tendencia empieza a sustituir a la anterior y si la nueva tendencia se reafirma en su marcha. Las formas o mecanismos en que se producen estos cambios de tendencia configuran gráficamente unos esquemas generales de los que con la experiencia pueden llegar a sacarse conclusiones.

Las formaciones típicas más usuales son las llamadas formaciones simples de «hombros y cabeza», formaciones múltiples de hombros y cabeza o de arcos, y las formaciones de triángulos simétricos y rectángulos. (Ver gráficos núms. 1, 2 y 3.)

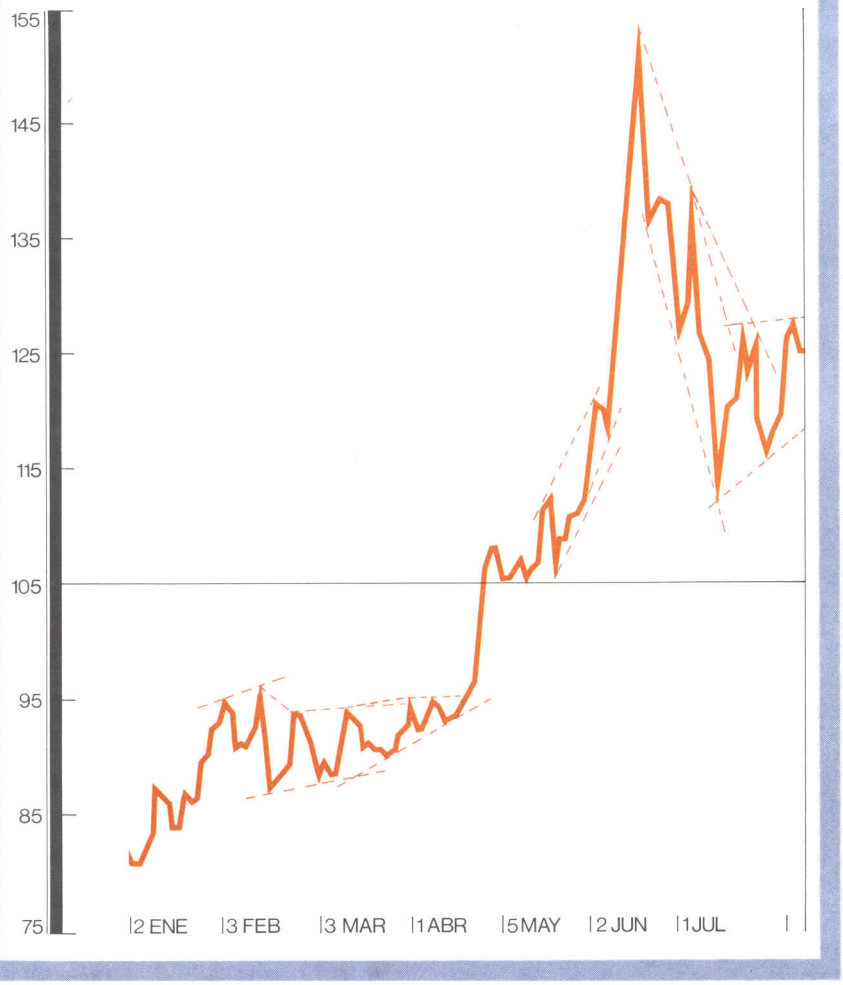
El mayor problema para el reconocimiento de la formación, consiste en que normalmente no se presentará de una forma tan clara, sino que marcará líneas con pendiente positiva o negativa, llegando incluso a hacer poco reconocible la estructura.

Por otra parte, normalmente no se presentan en forma pura, por lo que las formaciones más usuales son las de «arcos». Los cambios de tendencia se ponen de manifiesto mediante unas curvas de pendiente suave que, a su vez, puede ser descompuesta en pequeños componentes, muchos de los cuales serán de hombro y cabeza.

La contratación acompaña lógicamente este tipo de formaciones de curvas, y, a modo de ejemplo, en el caso de una curva ascendente, que marca un cambio de tendencia de bajista a alcista, se realiza, en el ejemplo de los gráficos, de una manera suave.

La contratación comenzaría en una situación bajista, en la que la oferta es, en principio, escasa y cada vez más escasa conforme descienden los cambios, y la demanda en la misma situación. Por tanto, poco a poco, la tendencia se va paralizando hasta ser horizontal, dando lugar al mínimo del arco. Es en esta situación donde puede empezar a aflorar la demanda, tirando de los cambios hacia arriba, incluso de forma brusca, que van haciendo que la contratación vaya creciendo, ya en una situación alcista de los cambios.

GRAFICO 4.
COMPORTAMIENTO DE LAS ACCIONES DE LA COMPAÑIA ESPAÑOLA DE PETROLEOS (CEPSA). 1981



El detectar estas formaciones vuelve a ser cuestión de experiencia y observación del comportamiento del mercado. Y la mayor dificultad, lógicamente, reside en descubrir un cambio de tendencia. Lo normal es que ello no pueda conocerse, si no es cuando dicha nueva tendencia ya ha sido confirmada, perdiendo por tanto unos enteros en la toma de posiciones, e incluso corriendo el riesgo de que ya sea tarde.

Hay una técnica para recono-

cer la consolidación de tendencias, que se basa en la formación de triángulos.

La estructura de triángulos se basa fundamentalmente en un movimiento de los precios de manera que, manteniendo una tendencia fija, ofrece ligeros descensos o recesiones, con cambio leve de tendencia, para a continuación volver a reemprenderla. Cuando varios de estos descensos se suceden en una misma tendencia, cada uno de ellos queda por encima del anterior, en el caso de tendencia alcista, o bien cada uno por debajo del precedente, en el caso bajista.

Como ejemplo de lo anterior, podemos ver en el gráfico 4 el comportamiento de las acciones de la Compañía Española de Petróleos (CEPSA). Vemos cómo en la zona de febrero a mayo han ido apareciendo sucesivos triángulos, para acabar por último formando un triángulo rectángulo (línea superior perpendicular al eje OY) con oscilaciones cada vez más débiles.

Posteriormente, pueden verse ligeros atisbos de algún nuevo triángulo no concluido y roto con una subida espectacular a mediados de junio. Tras la subida aparece un triángulo con vértice en el pasado, que va dando lugar a oscilaciones cada vez más amplias. Por último, parece formarse un triángulo rectángulo que habrá que esperar algunas sesiones para confirmar su culminación o rotura.

Vamos a analizar ahora, aunque sea someramente, cómo ha sido el comportamiento de las operaciones de crédito al mercado desde su implantación en la Bolsa de Madrid el 16 de junio, teniendo en cuenta los análisis de tendencias, o bien si se han comportado de una forma errática sin análisis técnico alguno.

CUADRO N.° 4

CONTRATACION DE TITULOS CON EL SISTEMA DE CREDITO

(En millones de pesetas)

	Compras	*Ventas*	*β*
Deuda	18,45	—	—
Electra de Viesgo	9,2	13,8	1,2
Fecsa	123,5	17,0	0,8
Fenosa	13,7	2,1	0,7
Hidrola	116,9	25,2	1,4
H. Cataluña	9,7	0,3	0,9
Iberduero	40,7	8,5	0,4
Sevillana	71,0	3,8	0,7
Unión Eléctrica Em. 51	56,8	7,3	1,1
Dragados	80,8	38,3	2,0
Vallehermoso	55,4	21,0	1,6
Energías	44,9	14,8	1,8
Explosivos	125,7	20,8	1,7
Petróleos	60,1	40,1	1,0
Telefónicas	103,2	75,0	1,2
TOTAL	943,1	287,4	

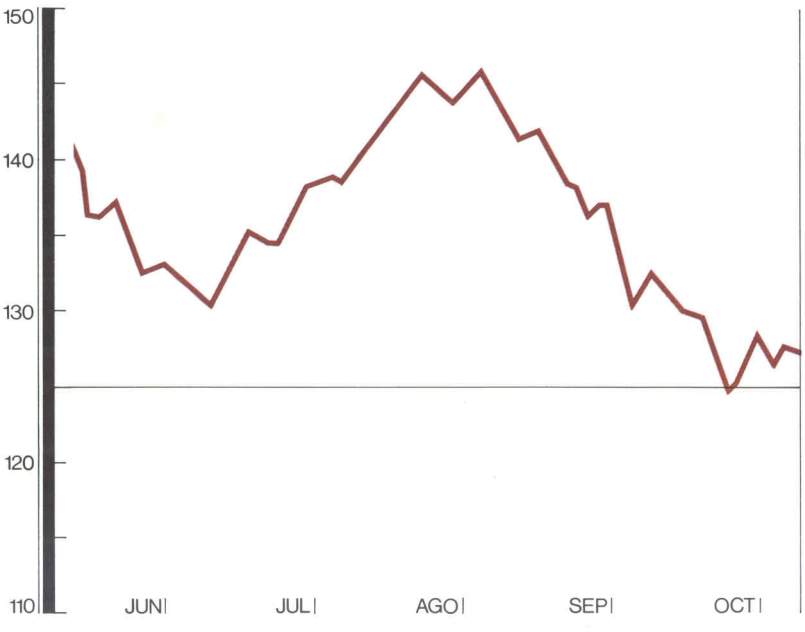
Bien es verdad que este análisis parte de una limitación previa, y es la pequeña incidencia que todavía ha tenido esta operatoria en el volumen de contratación. En efecto, la contratación a crédito de los distintos valores admitidos en este sistema, desde el día 16 de junio al 16 de octubre, fue como se expone en el cuadro n.° 4.

En este período, como vemos, se han contratado algo más de 1.200 millones de pesetas en el sistema de crédito, que representaron, según los valores, entre el 10 y el 16 por 100 del volumen total contratado. Conviene poner de relieve que, si bien en términos absolutos la contratación ha sido muy reducida, en términos relativos es bastante aceptable. En efecto, de 20 valores contratados en la Bolsa de Nueva York con características bursátiles similares a los incluidos en el sistema de crédito al mercado en la Bolsa de Madrid, nos encontramos con que el volumen de operaciones a crédito representa un promedio del 15 por 100 de la contratación total de esos valores. En la Bolsa de Tokio el promedio de las operaciones a crédito, en cuanto al total del mercado, ha sido en los tres últimos años alrededor del 26 por 100 del total. Aunque estas cifras relativas son aceptables, lo cierto es que aún se está muy lejos de las posibilidades de este mercado, y se puede pensar que la introducción de valores nominativos (que representan alrededor del 65 por 100 de la contratación total de la Bolsa de Madrid) dará un impulso a esta operatoria, y asimismo conforme se vaya divulgando el sistema y sea más conocido por el público, y los intermediarios financieros den mayor atención a esta clase de operaciones, su volumen crecerá de forma espectacular.

GRAFICO 5.
INDICE 1981



GRAFICO 6.
INDICE 1981



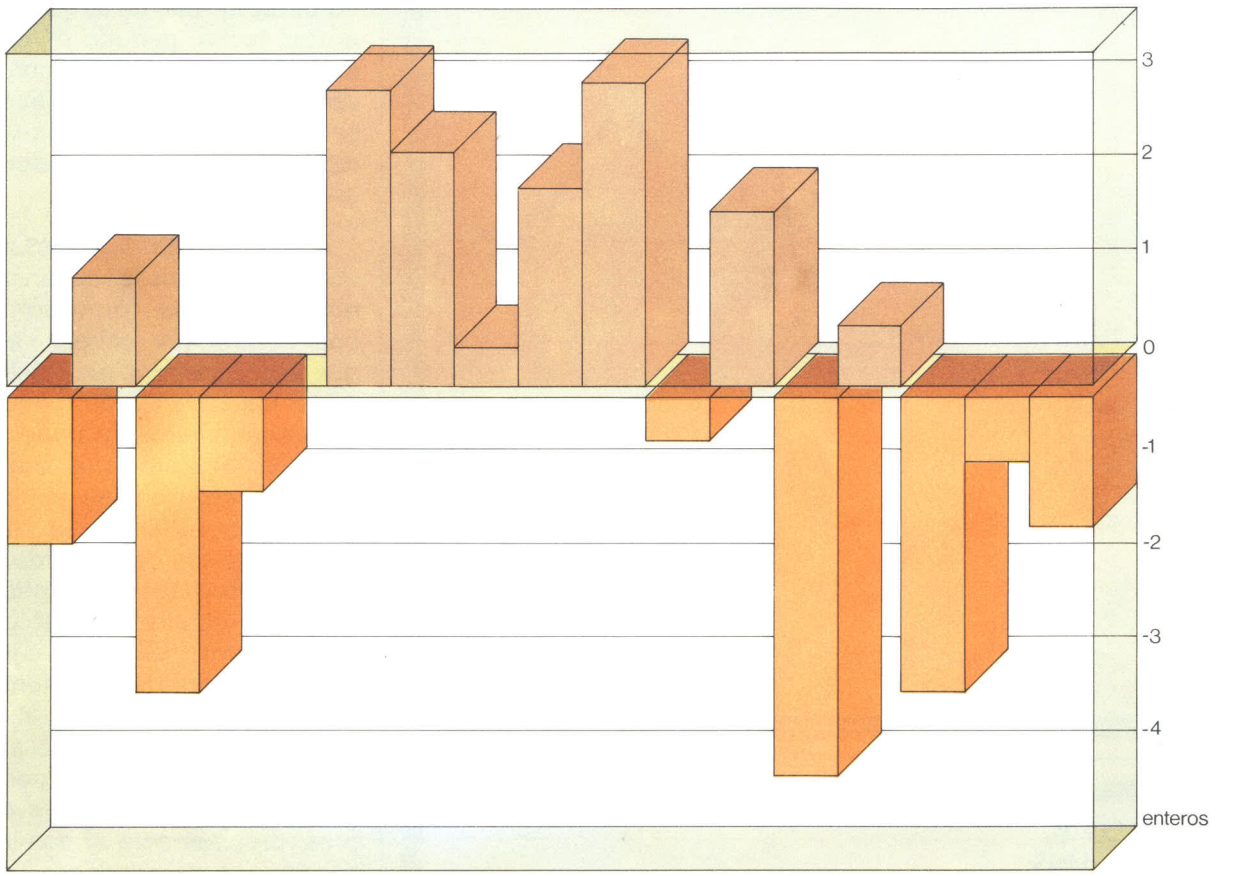
En los gráficos 5 y 6 podemos observar la evolución del índice general de la Bolsa de Madrid durante 1981 hasta el 16 de octubre; del 16 de junio a la misma fecha, período en el que comienza a operarse con las operaciones de crédito al mercado, y en el gráfico 7 la variación semanal del índice durante ese mismo período.

A simple vista, y sin más disquisiciones teóricas, observamos que sigue una formación del tipo hombros y cabeza, en el que sería, en principio, fácil detectar los cambios de tendencia y consecuentemente poder emplear la operatoria a crédito, procedimiento idóneo para que el operador se cubra en su posición ante los cambios de tendencias previstos. Sin embargo, podemos observar en el gráfico 8 la evolución de la contratación semanal del crédito al mercado del 16 de junio al 9 de octubre. En dicho gráfico podemos observar una cifra comparativa muy importante de compras, precisamente al comienzo de este tipo de operatoria, cuando ya claramente se observa en los gráficos anteriores el cambio de tendencia alcista. Se puede observar asimismo la poca utilización de las ventas a crédito, aun en momentos de iniciarse una clara tendencia bajista.

Según se observa en el gráfico de evolución del índice general, las oscilaciones hubieran permitido entrar en el sistema con una ganancia apreciable tanto en compras como en ventas, aprovechando los movimientos más largos de subida y de bajada y no sólo los picos en oscilaciones intermedias.

Teóricamente, los mejores valores para entrar, puesto que todos tienen un coeficiente de

GRAFICO 7.
VARIACION SEMANAL DEL INDICE



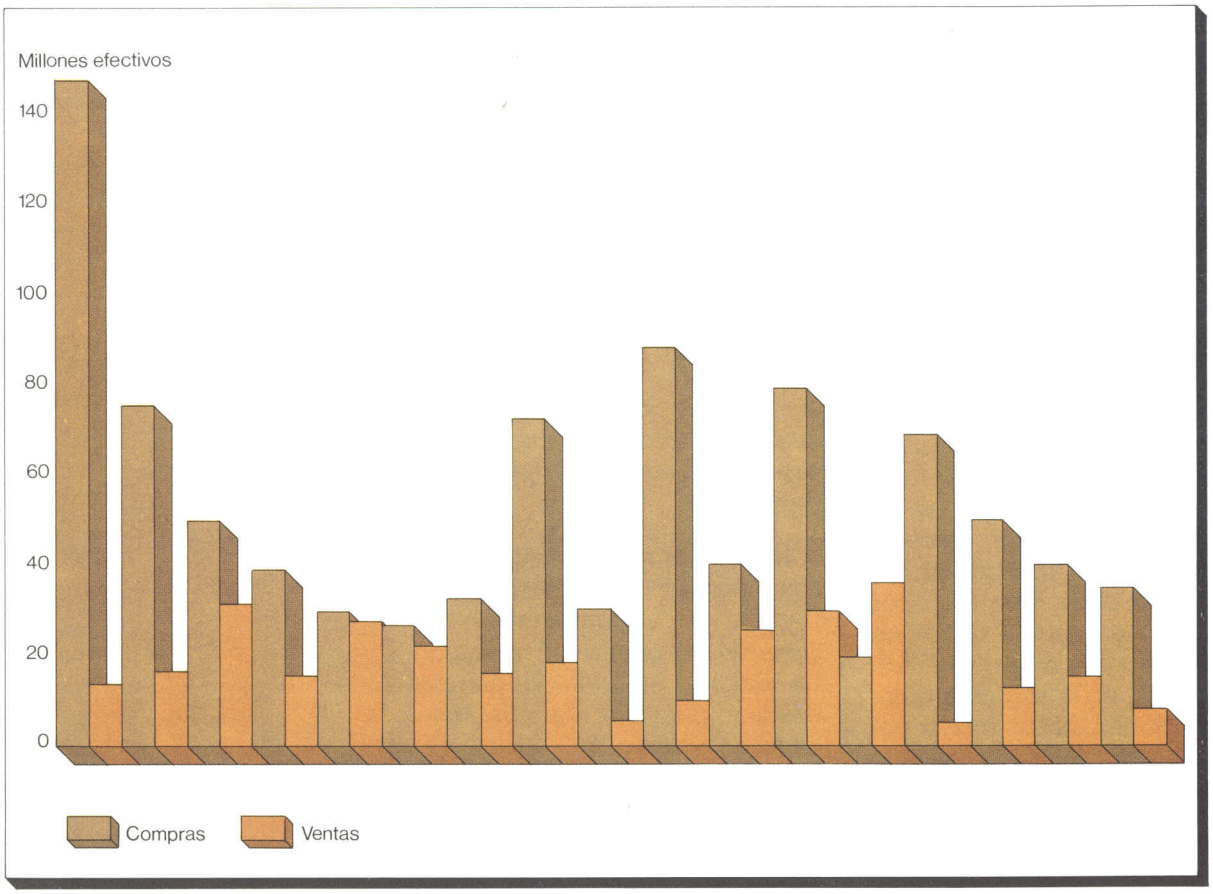
volatilidad positivo, hubieran sido los de coeficiente más elevado, que significa que siguen la tendencia general del mercado pero con mayor intensidad y, por tanto, con mejores posibilidades de ganar tanto al alza (compra) como a la baja (venta). (Ver cuadro n.° 4.)

En el resumen total de operaciones con crédito al mercado se observa un monto muy superior en compras (943,1 millones) que en ventas (287,4 millones). Como, por otro lado, los β de todos los títulos son positivos y tienen por tanto un comportamiento uniforme respecto al mercado, no hay posibilidad de compensación por movimientos contrarios. Es decir, teóricamente habría que haber entrado en compras y ventas para todos los títulos en el mismo momento y las cifras deberían ser semejantes. De donde se deduce una mayor resistencia a operar vendiendo.

En el mismo gráfico de evolución del índice general pueden fácilmente señalarse, coincidiendo con las mayores diferencias, los mejores movimientos para entrar o salir aprovechando el ciclo al máximo puesto que, teóricamente, cuando el mercado está en tendencia bajista continuada y puede pensarse en un cambio de tendencia, sería el mejor momento para entrar comprando a crédito, y al revés.

Por los rasgos del gráfico se distinguen, en el período de funcionamiento del sistema de crédito al mercado, dos cambios de tendencia. El mercado comienza a funcionar el 16 de junio, cuando la subida había sido muy fuerte y, por tanto, era previsible un descuento de posiciones. La decisión racional hubiera sido entrar en venta. A primeros de julio se produce un

GRAFICO 8.
CONTRATACION SEMANAL DE CREDITO AL MERCADO, 16 DE JUNIO A 9 DE OCTUBRE



cambio de tendencia y se inicia una escalada con ligeros descuentos intermedios hasta primeros de septiembre, el índice gana 15 puntos y los valores incluidos en el sistema de crédito al mercado registran importantes oscilaciones. A pesar del interés que se fijó para esta época (1,5 por 100 mensual) hubiera resultado muy rentable entrar en compras, en los títulos con mayores posibilidades de oscilación.

Cuando a primeros de septiembre se produce un freno del alza y el mercado empieza a descender, una buena decisión hubiera sido vender con el sistema de crédito, eligiendo para salir el momento en que el mercado estuviera indicando signos de recuperación para aprovechar la máxima ganancia o cualquier punto intermedio de la caída, si el inversor que entró vendiendo tenía aversión por el riesgo.

De hecho, en una Bolsa como la actual, donde los ciclos son cortos y el avance siempre tiene retrocesos, es fácil operar con el sistema consiguiendo resultados favorables y sin excesivos riesgos de pérdida. Eso sí, hay que elegir el momento y mantener la posición para asegurarse un beneficio que pueda llegar a ser sustancioso. Si hasta ahora las operaciones han sido escasas, puede deberse, sin duda, a la resistencia a entrar en un mecanismo nuevo al que el inversor no está acostumbrado, o bien a la reticencia del inversor institucional a entrar en el sistema.

En cuanto a la Deuda Pública incluida en el sistema, lo exi-

guo de la operatoria, 18,4 millones en cuatro meses, de los que sólo en julio se contrataron 13,8 millones, demuestran su poca utilización como instrumento de cobertura.

Indudablemente, para cubrirse ante posibles variaciones de los tipos de interés, resulta más barato operar con futuros. Pero, sin duda, el mayor coste del sistema de crédito no justifica tampoco una utilización tan escasa.

De hecho, en operaciones especulativas, la Deuda sólo funciona cuando se prevé una variación significativa de los tipos de interés, comprando Deuda a crédito si se supone que van a bajar y vendiéndola si se supone que van a subir. Durante el período de funcionamiento del sistema de crédito los tipos de interés han estado oscilando desde su punto más alto (18,5-19 por 100), en la segunda quincena de junio, hasta un 16 por 100 a finales de julio, volviendo a subir en agosto hasta un 17,5 por 100 y situándose en un ligero descenso durante el mes de septiembre a un 16 por 100.

Estos movimientos de los tipos de interés no tienen la correspondiente incidencia en el mercado de Deuda con crédito, donde en agosto y septiembre no se realizaron operaciones y, por otro lado, tampoco se ha registrado ninguna operación vendedora cuando los tipos de interés estaban funcionando al alza.

De este ligero análisis parece deducirse que la operatoria de crédito al mercado no ha sido utilizada hasta ahora en la Bolsa de Madrid como medio de prever las tendencias, sino como mera operación especulativa, o a lo más como forma de ir conociendo la operatoria en el mercado sin haber profundizado en las posibilidades del sistema. Parece, siempre en un análisis en términos muy generales, como si la operatoria no hubiera sido planteada por profesionales, sino por inversores operando de forma intuitiva.

Es forzoso poner de manifiesto que, estando en sus inicios este sistema y con tan poca profundidad en el tiempo y con volúmenes reducidos, cualquier conclusión puede no ser exacta, sin perjuicio de que la forma de utilización del sistema es lógico que no se haya realizado en general con criterios técnicos, por falta de tiempo y de estudio de sus características y finalidades.

No obstante, es también forzoso pensar (la experiencia extranjera así lo confirma) que el sistema de crédito al mercado ha de ser de utilidad general desde el punto de vista del mercado de valores.

Las Bolsas españolas han pecado en los últimos años de falta de liquidez y las comparaciones internacionales son claras en este sentido. No cabe la menor duda de que los valores en los cuales se practica el sistema de crédito al mercado han de aumentar sustancialmente su liquidez, mejorando el comportamiento de la Bolsa en general. Esta mejora del mercado en sí, se complementa con una esperada suavización de las variaciones en los cambios, en cuanto el volumen de contratación a crédito adquiera un porcentaje más importante, que es el objetivo primario de todo tipo de operaciones implantadas sobre la base de un mercado al contado.

La otra contribución del crédito al mercado hay que verla en la nueva conexión, esta vez estrecha, entre los mercados financieros y las oscilaciones de la Bolsa. El hecho de que el recargo de diferimiento tenga una clara relación con el mercado monetario se manifestará, sin duda, a la hora de relacionar ambos mercados.

INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA

La insuficiente normativa actual justifica el análisis realizado por **Pedro A. Fernández Rañada** respecto a las diversas modalidades de encauzamiento de la inversión colectiva. Sociedades de inversión, abiertas y cerradas, y Fondos habrán de ser las modalidades fundamentales.
Entre los Fondos, los de Pensiones están llamados a tener una importancia trascendental en el futuro. El establecimiento de los adecuados instrumentos de control y un nuevo tratamiento tributario son, además, complemento indispensable de la futura regulación de esta materia.

INTRODUCCION

Dentro del proceso de reforma de nuestras instituciones financieras, que comienza a mediados de 1977 y se continúa en los años sucesivos, una de las cuestiones que ha sido objeto de frecuentes controversias en las páginas de las revistas especializadas e, incluso, de los diarios de información general, es la que se refiere a la conveniencia de modificar las normas legales españolas sobre instituciones de inversión colectiva. La atención puesta en este punto es plenamente lógica si se tienen en cuenta las dificultades que el sector de la inversión mobiliaria ha experimentado durante los últimos años, como consecuencia obligada de la crisis de nuestros mercados de valores, y las esperanzas puestas en marcha por la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto de Sociedades, al incluir, en su disposición transitoria cuarta, la necesidad de incorporar a nuestro Derecho Positivo una Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

En esta situación, probablemente no sea inútil recapitular aquí y ahora la situación actual, desde el punto de vista legislativo, de estas instituciones, analizar los defectos que esta normativa pueda presentar y que operan o deben operar como justificante y fundamento de la anunciada reforma, intentar la formulación de un concepto de institución de inversión colectiva que sirva para acotar el campo de actuación de la misma, y, en fin, recordar los criterios y directrices consagrados para la materia en la legislación comunitaria en la medida en que, a buen seguro, habrán de ser tenidos muy en cuenta por nuestro legislador. A estas tareas se dedican las páginas que siguen, que han de ser precedidas necesariamente de una precisión básica: la expresión «instituciones de inversión colectiva» aparece, por vez primera, en nuestra legislación en la citada disposición transitoria del Impuesto de Sociedades, de forma que nuestro ordenamiento jurídico-financiero carece hasta el momento de un concepto legalmente acuñado de lo que deba entenderse por tal. La vigente legislación española regula únicamente las Sociedades y Fondos de Inversión, aunque admite la existencia de estas figuras en distintas modalidades. Con ello, queremos poner de manifiesto el importante cambio de perspectiva que supondrá la institución, en su día, de las leyes y normas relativas a Sociedades y Fondos de Inversión por una disciplina genérica sobre las instituciones de inversión colectiva, y la oportunidad que implica de elevarse de lo concreto a lo general, introduciendo en nuestro Derecho el concepto de estas instituciones como presupuesto necesario para una adecuada regulación del fenómeno de la inversión colectiva.

I. REFERENCIA A LA LEGISLACION VIGENTE SOBRE SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSION

Como es conocido, las Sociedades y Fondos de Inversión son, en España, de tardío nacimiento legal: no hubo ninguna regulación hasta la Ley de 15 de julio de 1952, sobre el régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria; la falta de regulación específica determinó la falta de desarrollo en nuestro sistema de estas instituciones (con anterioridad a la disposición citada, sólo existía en España una Sociedad de Inversión Mobiliaria, creada en diciembre de 1945) debido a una razón fundamental: la doble imposición sobre las rentas a que llevaba la inexistencia de una regulación fiscal adecuada.

La Ley del 52, prudente norma con una eficacia práctica muy limitada, fue derogada por

la aún vigente, de 26 de diciembre de 1958, encaminada, según palabras del legislador, a «... crear las condiciones legales necesarias para que el pequeño y disperso ahorro pueda acudir a la inversión de valores mobiliarios dentro de unas circunstancias de seguridad y equilibrio de rentabilidad, así como de facilidad de realización, que ofreciera garantías e incentivos y subsanara las dificultades derivadas de la imposibilidad de una información perfecta para cuantos se encuentren alejados de los centros de actividades económicas».

De otro lado, el artículo 9.º del Decreto-ley 10/1959, de 21 de julio, autorizó la regulación de las sociedades anónimas españolas cuyo objeto exclusivo es la tenencia de acciones de sociedades extranjeras, autorización de la que se hizo uso por Decreto 2.305/1959, de 17 de diciembre, actualizado y adaptado a la Ley de Reforma del Sistema Tributario de 11 de junio de 1964 por el Decreto 2.580/1966, de 6 de octubre.

Quedaba en pie, sin embargo, el problema de una regulación más amplia de las instituciones de inversión colectiva, ya que la Ley de 1958, al igual que la de 1952, sólo se refería a las sociedades anónimas y no se tomaban en consideración las formas de inversión colectiva de capital variable o fiduciarias.

La Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca, de 14 de abril de 1962, señaló en el preámbulo «que es menester también ampliar la protección del ahorro, ofrecerle mayores, más atractivos y seguros cauces hacia la inversión directa...», y que «a este fin han de tender las normas sobre reglamentación de las sociedades de cartera en sus diversas modalidades...». En consecuencia, la base octava de la misma estableció: «Se perfeccionará la legislación vigente sobre sociedades de cartera, apoyando su desarrollo, dándoles para ello mayores facilidades como instrumento de fomento del ahorro, procurándose, al mismo tiempo, mediante las oportunas regulaciones del Ministerio de Hacienda, que no puedan convertirse en un medio para controlar privadamente ciertos sectores financieros.»

En cumplimiento de esta norma, el Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, modificó parcialmente la Ley de 1958 e introdujo las correspondientes autorizaciones para que el Gobierno pudiera regular las sociedades de capital variable y los Fondos de Inversión, éstos en dos posibles modalidades, los Fondos de Inversión Mobiliaria (cuyo objeto es el mismo que el de las Sociedades de Inversión) y los fondos especializados en la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de acciones de sociedades cuyo único objeto social sea la posesión y administración de bienes inmuebles, su compra-venta, explotación, edificación, urbanización, parceiación y, en general, cuantas actividades se relacionen directamente con la propiedad inmobiliaria.

Como es conocido, sólo los Fondos Mobiliarios encontraron desarrollo reglamentario, quedando sin aplicación práctica en España las sociedades de capital variable y los Fondos Inmobiliarios.

En fin, el Decreto 153/1966, de 27 de enero, encomendó al Instituto Nacional de Industria la constitución de una entidad con el nombre de «Sociedad de Inversiones Mobiliarias en el Exterior», a la que debía aportar «las participaciones accionarias del mismo en las empresas con sede en el exterior y, en su caso, las que correspondan a otras empresas extranjeras en las que el Gobierno estime conveniente que participe dicho Instituto». Surgió así, entre nosotros, la primera (y única) Sociedad de Inversión Mobiliaria de carácter público, dentro de la amplia gama de fines que al Instituto encomendó su Ley constitutiva de 25 de septiembre de 1945.

De lo escrito hasta aquí se desprende que nuestro Derecho conoce las siguientes clases de Sociedades y Fondos de Inversión:

a) *Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo,* reguladas por la Ley de 26 de diciembre de 1958, y reglamentadas en la Orden Ministerial de 5 de junio de 1964.

b) *Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable,* creadas por el Decreto-ley de 30 de abril de 1964, y no reglamentadas.

c) *Sociedades que tienen por exclusivo objeto la tenencia de valores mobiliarios emitidos por sociedades extranjeras,* creadas por el Decreto-ley de 21 de julio de 1959. Una de ellas, con estatuto propio, tiene carácter público.

d) *Fondos de Inversión Mobiliaria,* creados por el Decreto-ley de 30 de abril de 1964, y cuyo reglamento vigente se aprobó por Orden Ministerial de 1 de diciembre de 1970.

e) *Fondos de Inversión Inmobiliaria,* creados por el Decreto-ley de 30 de abril de 1964, y no reglamentados.

Importa señalar que las sociedades para tenencia de valores extranjeros no encajan dentro de los moldes teóricos de la inversión colectiva, y que las sociedades de capital variable y los Fondos Inmobiliarios no han sido objeto de reglamentación ni conocido, por tanto, aplicación práctica. En consecuencia, como instituciones de inversión colectiva operantes en el sistema financiero español, se deben citar exclusivamente las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo y los Fondos de Inversión Mobiliaria.

No podemos entrar aquí ni en la exposición de la regulación legal existente ni en la descripción del papel desempeñado por estas instituciones en nuestro mercado de valores, y nos limitamos a señalar, a grandes rasgos, las características básicas en las que se apoya el sistema español vigente en materia de Sociedades y Fondos de Inversión. Tales son:

a) La inexistencia de un concepto general de «institución de inversión colectiva» que serviría para someter a una disciplina especial a todas las instituciones, cualquiera que sea su naturaleza, que canalicen la inversión colectiva, esto es, la agrupación de recursos de una pluralidad de ahorradores para su inversión, compensando riesgos y rendimientos, en activos financieros o reales, sin ánimo de control de empresas.

b) La existencia de una regulación específica de figuras concretas (Sociedades y Fondos de Inversión), cuyo cumplimiento opera únicamente como condición para gozar de determinados beneficios fiscales. «Condiciones materiales necesarias para gozar de las exenciones fiscales» es la gráfica rúbrica bajo la que los Reglamentos respectivos contienen la regulación sustantiva (financiera) de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria. Hay una subordinación total del tratamiento financiero del fenómeno de la inversión colectiva a las reglas estrictamente fiscales.

c) En consecuencia de lo anterior, la legislación mercantil general acoge a las instituciones de inversión colectiva no reglamentadas o que no quieran gozar de los beneficios fiscales establecidos, aun cuando la práctica haya demostrado reiteradas veces que aquélla no contiene las normas suficientes para lograr la protección efectiva del inversor.

II. FUNDAMENTO DE LA REFORMA LEGISLATIVA

Las anteriores consideraciones generales ponen ya de manifiesto la necesidad de promulgar una ley sobre instituciones de inversión colectiva que cambie la filosofía de las leyes actuales y acepte como principio básico el establecimiento de una disciplina financiera sobre el fenómeno de la inversión colectiva, en toda su generalidad. Así, podrán conseguirse la definición precisa de las fórmulas jurídicas que pueden instrumentarla y el establecimiento de unos principios de protección y garantía suficientes del ahorrador, al tiempo que se establece un régimen tributario adecuado.

Concretamente, podemos señalar algunas cuestiones mal resueltas o no resueltas en la legislación en vigor, que abonan la necesidad de una nueva normativa y se refieren tanto a los aspectos tributarios como financieros.

1. Cuestiones fiscales

El régimen fiscal tradicional de las Sociedades y Fondos de Inversión era, sin duda alguna, generoso. Sustancialmente consistía en la exención total del Impuesto de Sociedades y del Impuesto sobre las Rentas del Capital, bonificaciones y exenciones en el ámbito del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, exención de los tributos locales homologables a los anteriores y tratamiento específico de plusvalías ocasionadas por las aportaciones y transmisiones de acciones y participaciones a y/o de Sociedades y Fondos de Inversión.

Este marco tradicional de beneficios fiscales se ha ido modificando durante estos últimos años en el proceso de Reforma Fiscal. El primer paso se dio en la Ley 50/1977, de 14 de noviembre, de medidas urgentes de Reforma Fiscal, que, en sus artículos 38 y 39, sometía a tributación por el Impuesto de Sociedades a las Sociedades de Inversión Mobiliaria que no cotizasen efectivamente en Bolsa por la parte de beneficio no distribuido, y derogaba la exención de las plusvalías puestas de manifiesto en la adquisición de valores por las Sociedades de Inversión. Con posterioridad, las Leyes de 8 de septiembre y 27 de diciembre de 1978 y la Orden del Ministerio de Hacienda de 31 de julio de 1980 han diseñado el marco actualmente vigen-

te para el tratamiento fiscal de las Sociedades y Fondos de Inversión, diferenciando tres regímenes distintos:

a) *Régimen general,* es decir, el establecido en la Ley del Impuesto de Sociedades y destinado, en principio, a regir, en forma permanente y salvo las excepciones luego citadas, las relaciones tributarias de las Sociedades y Fondos de Inversión. En sustancia, implica la tributación al tipo general del 33 por 100 del Impuesto de Sociedades de los ingresos integrados por intereses o plusvalías, beneficiándose la parte de los ingresos integrada por dividendos de la exoneración de gravamen por razón de la doble imposición de las rentas.

b) *Régimen de transparencia obligatoria.* Se aplica a aquellas Sociedades y Fondos que reúnan los requisitos del artículo 12, apartado 2, letra A) de la Ley del Impuesto sobre la Renta, y lleva consigo la no tributación por Impuesto de Sociedades, imputándose los beneficios (distribuidos o no) a los socios y partícipes para su integración en la base del impuesto que corresponda.

c) *Régimen transitorio.* Supone el mantenimiento del régimen de exención tradicional hasta el 31 de diciembre de 1983, en virtud de lo establecido en la disposición transitoria tercera de la Ley del Impuesto de Sociedades. Es el sistema que, en la actualidad, se aplica a todos los Fondos y a la mayor parte de las Sociedades de Inversión.

De otro lado, debe reseñarse que la disposición transitoria segunda de la Ley 32/1980, de 21 de junio, del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados dejó sin efecto todas las exenciones y bonificaciones que no figuran mencionadas en la misma, afectando así al cuadro de beneficios fiscales que en el Impuesto de Transmisiones disfrutaban las Sociedades y Fondos de Inversión.

En suma, por el mero transcurso del plazo de cinco años del régimen transitorio, Sociedades y Fondos se verán, en principio, abocados a un régimen de tributación que, a nuestro juicio, no implica un tratamiento adecuado de estas instituciones; y ello por dos razones: en primer término, porque resulta en alguna medida desincentivador de su desarrollo, ya que la inversión individual y directa gozará de un régimen fiscal más favorable que la realizada a través de una institución de inversión colectiva, elemento que sin duda operará en la práctica como un obstáculo a la potenciación de este sector; y en segundo lugar, porque entraña graves problemas técnicos en su futura aplicación, especialmente los derivados de la tributación por el Impuesto de Sociedades de unas instituciones como los Fondos de Inversión, basadas en la determinación diaria de su patrimonio neto (y consiguientemente también de sus resultados) como único medio de garantizar el ejercicio del derecho de separación que, como requisito de sustancia, corresponde siempre al partícipe.

De otro lado, la revisión del régimen tributario previsto con carácter general ha de ser buena ocasión para considerar si debe existir algún estímulo fiscal para estas instituciones, habida cuenta de la función (de garantía de los inversores, de potenciación del eficaz funcionamiento de nuestros mercados financieros) que están llamadas a desempeñar en el sistema económico nacional.

2. Cuestiones financieras

La regulación vigente de las Sociedades y Fondos de Inversión, en cuanto entidades integrantes de nuestro sistema financiero, se manifiesta hoy con claridad como una normativa incompleta y poco adecuada para responder a las exigencias del funcionamiento de un sistema financiero desarrollado. Para constatar esta afirmación deben valer las consideraciones siguientes:

a) *Clases de instituciones reguladas.* Como ya se indicó, no existe un concepto general de institución de inversión colectiva ni un desarrollo reglamentario ordenado de alguna de las figuras previstas: las Sociedades de Capital Variable y los llamados Fondos Inmobiliarios. Es más, este desarrollo reglamentario es, hoy día, absolutamente inviable, y no sólo por razones de su ilegalidad desde el punto de vista de los preceptos constitucionales, sino también por causa de la falta de adecuación de los principios y reglas establecidos en nuestras leyes; el ejemplo más claro lo encontramos en el Decreto-Ley de 1964 y, concretamente, en su artículo 6.°, que recoge los requisitos básicos y de funcionamiento de las Sociedades de Capital Variable: piénsese en la viabilidad actual de la norma que se contiene en su párrafo cuarto de acuerdo con la que: «En las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable existirá un representante del Es-

tado designado por el Ministro de Hacienda, con la asistencia del personal que se juzgase conveniente, y que tendrá a su cargo la vigilancia de las operaciones de la Sociedad, cuidando especialmente del cumplimiento de los preceptos legales que la regulen y pudiendo asistir a las reuniones del Consejo de Administración de la Sociedad.» Aun cuando es cierto que las instituciones que se encargan de la inversión colectiva deben ser objeto de una cuidadosa legislación y de un especial régimen de control administrativo, no parece presentable que la intervención administrativa se realice en la forma descrita.

b) *Insuficiencia de las normas actuales para el cumplimiento de sus objetivos.* Sin ánimo exhaustivo, podemos señalar dos aspectos importantes de la regulación vigente en los que la práctica ha demostrado, reiteradamente, la insuficiencia de las normas correspondientes. Tales son el aspecto, siempre llamativo, de los coeficientes de diversificación de inversiones y limitación de participaciones, y el del control administrativo y procedimiento de imposición de sanciones. En cuanto al primero, cabe señalar, ante todo, que dichos coeficientes constituyen norma necesaria e indispensable de cualquier regulación legal sobre instituciones de inversión colectiva, ya que son obligada consecuencia del propio concepto de este tipo de inversión; así lo recogió, con claridad y precisión, el legislador español en 1958, al describir el objeto específico de las Sociedades de Inversión Mobiliaria en estos términos: «La adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica o política en otras sociedades.» En aplicación de esta filosofía, se impone, de un lado, un coeficiente de diversificación de inversiones para la consecución de una mayor seguridad de los recursos invertidos (compensación de riesgos) y para el aseguramiento de una rentabilidad media (compensación de tipos de rendimiento), y, de otro, un coeficiente de la limitación en las participaciones en el capital de otras sociedades, que tiene como objetivo impedir que las sociedades matrices, *holdings,* etcétera, revistan la forma de Sociedad de Inversión Mobiliaria. Pues bien, a nuestro juicio, la vigente normativa española ha sido incapaz de conseguir estos objetivos por sus propias carencias: los porcentajes establecidos (25 por 100 para la diversificación en las sociedades, 20 por 100 para la limitación de participaciones) son superiores a los contenidos en la directiva de la comunidad; no se contiene norma alguna limitativa de las participaciones recíprocas entre Instituciones de Inversión Colectiva, contra el prudente criterio comunitario de restringirlas enérgicamente habida cuenta de sus peligros potenciales, etcétera. Estas insuficiencias legales han permitido que coexistan en el catálogo las Sociedades de Inversión Mobiliaria, junto a entidades que respondían al concepto sustancial de la institución de inversión colectiva, otras que obedecían, más bien, a la necesidad de aprovechar los beneficios fiscales, tradicionalmente concedidos, o que funcionaban como sociedades *holdings.*

En cuanto al segundo aspecto, el del control administrativo, los mecanismos vigentes, en particular en materia de Sociedades de Inversión, han demostrado reiteradas veces su falta de poder coercitivo en forma tal que dañan gravemente la eficacia de la actuación administrativa; para demostrarlo bástenos su somera descripción: en el supuesto de que una sociedad incumpla lo establecido en la legislación especial, cualquiera que sea la gravedad o trascendencia de la infracción, debe concedérsele un plazo de dos meses durante el cual podrá realizar los actos pertinentes para volver a cumplir las disposiciones legales; en caso de que, vencido este plazo, la infracción no haya sido subsanada, la autoridad financiera le impondrá una sanción pecuniaria no menor de 500 pesetas ni mayor de 10.000 pesetas. La imposición de cualquier otra sanción está subordinada únicamente a la reincidencia (no a la gravedad) en la infracción y exige siempre la presencia de dos expedientes (el inicial y el de reincidencia) y el acuerdo del Consejo de Ministros. Basta comparar el dato de la cuantía de las sanciones pecuniarias con las establecidas para otras instituciones financieras, para comprender la debilidad del mecanismo sancionador. Es ésta una carencia grave de nuestra normativa, porque la obligada consecuencia de la atribución de la Administración de funciones de control y, por ende, de garantía frente al administrado, es el establecimiento de los mecanismos adecuados para su ejercicio y, más concretamente, de un régimen sancionador eficaz.

c) *Limitaciones injustificadas de la autonomía de la voluntad*

de los Estatutos y Reglamentos de las Sociedades y Fondos de Inversión. Las normas vigentes se muestran, en ocasiones, excesivamente rígidas, acotando de manera injustificada la autonomía de gestión de las instituciones; buen ejemplo de ello son las disposiciones sobre dotaciones a reservas y distribución de beneficios, que condicionan en forma muy importante la política de gestión, produciendo como efecto secundario, que el sector no logre el grado de diversificación y especialización que sería deseable. Este efecto es muy visible en el caso de los Fondos de Inversión, en los que la distribución obligada de la mayor parte de sus rendimientos (concretamente, los dividendos e intereses de su cartera y las plusvalías procedentes de la enajenación de valores con menos de un año de permanencia en la misma) ha evitado que surjan fondos especializados (de renta, de acumulación, etc.) en función de las preferencias de los partícipes.

d) *Obsolescencia e inadecuación de la normativa actual.* Bajo esta rúbrica pueden agruparse las reglas sobre los activos computables en los coeficientes de inversión obligatoria, y ello por dos razones: primera, la admisión de títulos no cotizados como aptos para cubrir una parte importante del coeficiente de inversión de las sociedades, y, segunda, el escaso catálogo de activos computables en contraste con la variedad actual de activos financieros. En cuanto al primer aspecto, la posibilidad de inversión en títulos no cotizados, a nuestro juicio debería quedar proscrita por diversas y evidentes razones; porque implican una parcial desnaturalización de la función de una institución de inversión colectiva al comprometer los recursos captados en activos carentes de liquidez; por los riesgos potenciales que entrañan los títulos no cotizados para el inversor dados los problemas que origina su valoración y, en fin, porque no es propio de estas instituciones el lanzamiento o promoción de empresas. Nuestros sistemas financiero y fiscal asignan a otras entidades la realización de esta función. La exclusión de los títulos no cotizados del ámbito de actuación de las instituciones de inversión colectiva constituye uno de los pilares de la legislación comunitaria en esta materia. En lo que concierne al segundo aspecto, baste indicar que el catálogo de los activos computables en los coeficientes de inversión de Sociedades y Fondos contrasta con la diversificación actual de los activos financieros, originando la imposibilidad de relaciones de complementariedad y sustitución entre los distintos mercados, adecuados a una eficaz gestión de carteras.

3. El concepto de institución de inversión colectiva

Apuntaremos, al comienzo, el dato de que en nuestro Derecho no existe una definición de las instituciones de inversión colectiva; sólo se definen las Sociedades y Fondos de Inversión. A la vista de esta situación, parece obligado intentar construir un concepto claro de instituciones en cuanto categoría general, comprensiva de las diferentes figuras o modalidades concretas a que pueden dar lugar. Esta labor se nos aparece como necesaria si se tiene en cuenta el desplazamiento que, lógicamente, ha de producirse en el legislador desde una consideración predominantemente fiscal a otra de preeminencia financiera, esto es, que el acento ha de colocarse, en lo sucesivo, en la regulación jurídica de los aspectos financieros de la inversión colectiva y en la tutela y concordia de los intereses en juego (de los emisores de títulos o activos financieros, de los inversores públicos...).

Para intentar definir la institución, hemos de comenzar por recordar la definición de la actitud, la inversión colectiva, que aquélla va a encauzar. Así, por contraposición a la inversión personal e institucional, se caracteriza de modo tradicional a la colectiva por el dato de realizarse exclusivamente por entidades que, mediante la emisión de títulos propios, concentran capitales de una pluralidad de personas para invertirlos, con arreglo a una política de división y limitación de riesgos, en la adquisición de activos financieros u otros bienes, sin ánimo especulativo ni de control de empresas. La inversión colectiva queda así caracterizada por la concurrencia de dos circunstancias: por un lado, que las decisiones de inversión no se adoptan directamente por quien ahorra, sino que son los gestores de la entidad interpuesta los que deciden por cuenta de los socios o partícipes; por otro, que el resultado, bueno o malo, de esta gestión repercute sobre el particular que proporciona los medios para la inversión.

En esta primera aproximación, y de acuerdo con lo anterior, cabe conceptuar como institución de inversión colectiva a toda entidad que, cualquiera que

sea su forma jurídica, capte recursos de los particulares para su inversión, usualmente en valores mobiliarios u otros activos financieros, potencialmente en otros bienes o actividades, recayendo los resultados de la inversión directamente sobre los ahorradores. De esta fórmula queremos que se deduzcan tres conclusiones que juzgamos de interés: primera, que es indiferente la fórmula jurídica que revista la entidad que capta y gestiona los recursos del público (en el análisis de la legislación comparada en la materia, se acostumbra a clasificar a las instituciones de inversión colectiva en dos categorías, por razón de la estructura jurídica que se utiliza: las de base fiduciaria y las de base estatutaria); segunda, que, en teoría, es también indiferente la finalidad u objeto de su actividad inversora, aun cuando, en la práctica, la regla general consista en la inversión en activos financieros directos (usualmente, títulos valores cotizados en las Bolsas oficiales o efectos públicos); y, tercera, que los resultados, prósperos o adversos, de la inversión han de recaer sobre los ahorradores. Este último rasgo no debe ser entendido en un sentido tan general que le prive de todo valor de identificación pues, si así se hace, quedarán comprendidos todos los supuestos de funcionamiento de cualquier sociedad mercantil; al contrario, debe ser interpretado en el sentido de que implica que la retribución de los recursos aprobados por los ahorradores se determina cumpliendo dos requisitos: que lo sea en función de los resultados comunes y que este derecho a una parte de los beneficios colectivos no derive de la cualidad de socio. Con el primer requisito, quedan fuera del ámbito de la inversión colectiva los moldes clásicos de captación de recursos que nos ofrece la legislación mercantil (empréstitos, depósitos); con el segundo, eliminamos el modo más natural (y regulado) de contribuir con una aportación a la realización de cualquier empresa, éste es, la adquisición de la condición de socio.

Este concepto de institución de inversión colectiva engloba, en nuestra opinión, las distintas formas que pueden utilizarse para encauzar la inversión colectiva, en su sentido técnico; no obstante, excluye a la figura que en España es el prototipo de estas instituciones, la Sociedad de Inversión Mobiliaria, que representa en términos cuantitativos el 90 por 100 de los recursos del sector. Explica esta aparente paradoja el hecho de que la directiva comunitaria no considera a las Sociedades Anónimas de Inversión como *organismes de placement collectif en valeurs mobilières,* por la razón fundamental de que se trata de sociedades anónimas, sujetas a la legislación correspondiente, en las que el inversor es un socio dotado de un catálogo de derechos mínimos y de mecanismos importantes para participar y controlar la gestión social.

4. Criterios de las Comunidades Europeas en punto a las instituciones de inversión colectiva

Parece conveniente, a la hora de revisar nuestra legislación sobre Sociedades y Fondos de Inversión, considerar con especial atención el derecho comunitario, no ya sólo por nuestro futuro ingreso en las Comunidades, sino también porque está dotado del valor intrínseco que implica ser una cristalización de los sistemas jurídicos de países de tanta significación en el desarrollo del derecho moderno. Necesariamente los criterios comunitarios han de influir además en la labor de nuestros legisladores en esta materia; por todo ello, hemos creído oportuno espigar de la directiva comunitaria algunos de sus principios y reglas, precisamente aquellos que puedan tener una mayor trascendencia práctica para el desenvolvimiento de las instituciones de inversión colectiva en España. Importa señalar que, a nuestro juicio, la futura legislación española en este punto no debe, desde luego, limitarse a ser fiel traducción al castellano del correspondiente texto original, pero sí debe importar los principios comunitarios que mejor responden a las necesidades y exigencias del sector. Por todo ello, entendemos que es de interés referirnos brevemente a los extremos siguientes:

4.1. Ambito de la directiva

El primer problema que surge, al tiempo de estudiar las instituciones de inversión colectiva, es el de determinar o identificar las entidades agrupadas bajo este título. De la solución adoptada para esta cuestión, dependerá la extensión y el carácter de las correspondientes normas legales.

Para el Derecho Comunitario, son instituciones de inversión colectiva (OPDVM) las Sociedades y Fondos de Inversión cuyo objeto es la inversión colecti-

va, particularmente en valores mobiliarios y activos líquidos, de los recursos captados mediante apelaciones al público, estando basado su funcionamiento en el principio de la diversificación de riesgos, emitiéndose sus acciones o participaciones de forma continua o mediante ofertas públicas, y reembolsándose a solicitud de sus titulares, directa o indirectamente a cargo de sus propios activos.

De esta definición se deduce que únicamente se consideran como auténticas instituciones a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital variable y a los Fondos de Inversión, excluyéndose expresamente de su ámbito a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo. En cualquier caso, quedan incluidas en la normativa comunitaria las entidades que realicen las funciones de gestores y depositarios de las instituciones.

Si comparamos esta enumeración con las figuras reconocidas en nuestro Derecho vigente, habremos de señalar la diferencia, antes apuntada, de las Sociedades de Inversión cerradas. Obvio es decir que cualquier futura regulación en nuestra patria no debe olvidar el papel esencial jugado en el sector de la inversión colectiva por nuestras sociedades de capital fijo.

Sociedades de Inversión, cerradas y abiertas, y Fondos constituyen, en principio, las tres figuras destinadas a obtener un reconocimiento legal específico como instituciones de inversión colectiva. Esto no obstante, nos parece necesario mencionar un supuesto cuyo reconocimiento y calificación en nuestro Derecho ha suscitado ya algún debate: es el caso de los Fondos de Pensiones.

Forman parte estas instituciones de lo que se ha dado en llamar el Sistema de Previsión Social Complementario a la Seguridad Social, esto es, el sistema de ampliación y mejora de los seguros obligatorios que se ha impuesto y generalizado, durante las últimas décadas, en los países de nuestro entorno cultural. Las prestaciones sociales de carácter privado y complementario de las propias de la Seguridad Social, es decir, los planes de pensiones, pueden encargarse a través de diferentes moldes jurídicos, tal como demuestra con claridad el derecho comparado. Así, en breve repaso, podemos recordar que en la República Federal Alemana se ofrecen las siguientes alternativas: la del aseguramiento con una compañía de seguros sobre la vida; la de fondos benéficos dotados de personalidad jurídica independiente; la de fondos mutuos de prestaciones a trabajadores igualmente con propia personalidad, y, la más extendida, de compromisos de las empresas o reservas afectas. En Estados Unidos los planes de pensiones se articulan a través de la figura del fideicomiso, dispositivo legal en virtud del cual un tercero, fideicomisario, posee y administra un conjunto de bienes en beneficio de sus propietarios. En Italia coexisten diversas fórmulas de precisión de pensiones, garantizadas o no, existiendo los Fondos de Pensiones sujetos a requisitos como la aprobación previa y el control del Estado cuando las pensiones no están garantizadas por una compañía de seguros. En Francia también es amplia la gama de posibilidades de articulación de los planes de pensiones privadas, con diferente grado de intervención y control público según los casos. En Gran Bretaña, y dentro de un gran respeto a la autonomía de la voluntad de los interesados en cuanto a su capacidad para establecer y articular mejoras voluntarias sobre los seguros obligatorios, los Fondos de Pensiones adoptan la forma de fideicomiso. En Suiza, las instituciones de previsión social privadas son, en su mayor parte, fundaciones y, ocasionalmente, sociedades cooperativas.

En España existen también diversas posibilidades legales para encauzar el sistema de Previsión Social Complementario: las Mutualidades o Montepíos, las Fundaciones Laborales, las Cajas de Pensiones o instituciones de previsión del personal sin personalidad jurídica, y los seguros de grupo contratados con entidades aseguradoras.

El panorama descrito ayuda a enfocar este conflictivo tema de los Fondos de Pensiones, distinguiendo dos cuestiones diversas: de un lado, el reconocimiento de estos Fondos como una de las fórmulas jurídicas aptas para instrumentar un plan privado de pensiones; de otro, el problema de su configuración como institución, los requisitos de su funcionamiento, su relación con las entidades aseguradoras, su control administrativo. En el primer aspecto, entendemos que está fuera de duda que la introducción, en nuestro ordenamiento jurídico, de los Fondos de Pensiones ofrece notables ventajas, tanto desde el punto de vista de su papel como entidad de instrumentación de mejoras voluntarias sobre el nivel de los seguros obligatorios, como desde el de su

función como intermediario financiero. Es el segundo aspecto el que suscita controversia, en este punto; su configuración cabe realizarla de acuerdo con las siguientes posibilidades:

- Entidades privadas de seguros, con carácter mutuo o cooperativo.
- Fondos sin personalidad jurídica propia, gestionados por sociedades de seguros.
- Fondos sin personalidad propia, gestionados por entidades distintas de las compañías de seguros.

En principio, cualquier solución de las apuntadas es perfectamente defendible. Ello, no obstante, quizá fuese lo más aconsejable seguir el modelo estructural de las instituciones de base fiduciaria operantes en España, los Fondos de Inversión, para configurar la institución de los Fondos de Pensiones. Si así se hace, queda pendiente, entre otros muchos problemas, el relativo a su gestión. Caben en él dos soluciones: establecer la exclusividad de su gestión por sociedades de seguros sobre la vida, o bien permitir también su administración por sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. No parece que ni la directiva comunitaria de 5 de marzo de 1979 en materia de seguros sobre la vida, ni el proyecto de ley español sobre ordenación y fomento del seguro privado se hayan decantado por la exclusividad.

4.2. Activos computables en las instituciones de inversión colectiva

Es ésta la cuestión a la que hemos aludido más arriba, al referirmos a nuestra actual legislacion. Las reglas comunitarias son claras en este punto: sólo pueden formar parte del activo de una institución de inversión colectiva los valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en Bolsa (a ello se equiparan los valores recién emitidos de la misma clase y condición que otros que figuren en cotización oficial, siempre que se solicite su admisión), los activos financieros contratados en mercados reconocidos, de funcionamiento regular y abiertos al público, y todos aquellos títulos que, por su vencimiento a muy corto plazo y por las garantías de su realización, pueden asimilarse a efectivo.

Entendemos que este principio es sustancial en la regulación de nuestras instituciones por la transparencia, seguridad y liquidez que aporta a su funcionamiento y por las vías de comunicación que abre entre los distintos mercados financieros. Por ello, parece fuera de toda duda la necesidad de su establecimiento.

4.3. Coeficientes de composición de activo

Los principios de diversificación de riesgos y de limitación de participaciones societarias aparecen consagrados, en el derecho comunitario, con mucho mayor rigor que en la legislación española, si bien computando en éste las normas propias de las Sociedades de Inversión de Capital Fijo. En todo caso, aquél obedece a los siguientes principios:

a) *Ninguna Institución puede colocar más del 5 por 100 de su activo en títulos emitidos por un mismo emisor.* Excepcionalmente, se permite a los Estados miembros elevar dicho límite hasta un 10 por 100 como máximo, siempre que el importe total de las inversiones en las que se sobrepase el límite del 5 por 100 no exceda del 40 por 100 del valor total de su propio activo. En nuestro Derecho, los porcentajes son, respectivamente, del 25 por 100 para las Sociedades de Inversión y del 10 por 100 para los Fondos.

b) *Ninguna institución puede colocar más de un 10 por 100 de su activo en títulos emitidos por otras instituciones.* Ello, no obstante, un Fondo de Inversión no puede colocar más de un 5 por 100 de su patrimonio en participaciones en otros Fondos administrados por la misma sociedad gestora. En España, las sociedades no están sujetas a ninguna limitación en este punto, en tanto que sobre los Fondos pesa la prohibición de la adquisición de certificados de participación en otros Fondos.

c) *Ninguna institución puede poseer más del 5 por 100 de los títulos de igual categoría emitidos por un mismo emisor, ni puede tener más del 5 por 100 de los derechos políticos en ninguna sociedad.* Estos límites son ampliables, en casos excepcionales, al 10 por 100. Nuestras Sociedades de Inversión ven limitada su participación en el capital de otras empresas a un máximo del 20 por 100, y los Fondos al 5 por 100.

Parece, por tanto, necesario un acercamiento de nuestra legislación a la comunitaria, en busca de una mayor exigencia en la diversificación real de los riesgos asumidos por las instituciones; esta diversificación se traducirá, sin duda, en una mayor garantía y seguridad para el ahorrador.

4.4. Condiciones operativas de las instituciones

Bajo este epígrafe podrían reunirse buen número de reglas que regulan los aspectos dinámicos de las instituciones, sus relaciones con sus accionistas y partícipes, los requisitos y limitaciones de las entidades gestoras y depositarias, las cuestiones referentes a la información que deben suministrar las instituciones y otros aspectos similares. Mas, en aras de la brevedad, y habida cuenta de que muchas de estas normas, en especial las que revisten un carácter estructural, están ya recogidas en nuestro ordenamiento, nos limitaremos a consignar determinadas condiciones operativas de las instituciones, ausentes hoy de nuestra disciplina legal, y cuyo reconocimiento podría traducirse en un funcionamiento más correcto de aquéllas.

a) *Prohibición de operaciones de carácter especulativo y de pignoración.* Se formula esta regla con cita *ad exemplum.* Ninguna institución puede realizar operaciones especialmente especulativas, como lo son las operaciones en descubierto sobre valores mobiliarios. Tampoco puede pignorar los valores de su cartera. La validez de estos principios para las instituciones está fuera de duda. Sin embargo, cabe hacer una matización en el sentido de que no deben reputarse comprendidas en la prohibición las operaciones de préstamo de títulos que posibilitan el funcionamiento del sistema de crédito en las operaciones bursátiles de contado. Antes al contrario, les deben ser permitidas porque no entrañan inseguridad para el patrimonio de las instituciones y coadyuvan a una mayor rentabilidad de sus carteras.

b) *Actuación en los mercados.* Las instituciones deben realizar sus transacciones sobre valores mobiliarios y demás activos financieros, necesariamente, en las Bolsas de valores o en los mercados reglamentados de funcionamiento regular, reconocidos y abiertos al público. Se trata de un principio de actuación en mercados que cumple un doble objetivo: de un lado, garantiza la regularidad de las transacciones de cada institución en beneficio del inversor; de otro, coadyuva a la transparencia y correcto funcionamiento de los distintos mercados financieros. Además es obligado corolario de la limitación de los activos computables en los términos más arriba señalados. La única excepción admisible a este principio es la transacción realizable a precio más ventajoso del que resultaría en el mercado.

c) *Operaciones con los gestores y depositarios.* Se prohíbe la realización de operaciones con las instituciones a las sociedades gestoras y a los depositarios, sus administradores, personal o empresas filiales o a cualquiera que ostente más de un 10 por 100 de los derechos de voto en ellas, así como a los administradores, personal y accionistas de las Sociedades de capital variable, salvo que se realicen en un precio más ventajoso para la institución que el que resulte de la Bolsa o mercado, o al precio de emisión pública si se trata de nuevas emisiones en las que participe la entidad depositaria.

Aunque es dudosa la buena presentación de normas cautelares como la transcrita, parece necesaria su adopción para garantizar, de modo completo, la independencia en la operatoria de unas instituciones que, como las de inversión colectiva, deben siempre apoyarse en la confianza, sólida y estable, del inversor.

Hemos tratado, hasta aquí, sólo algunas de las muchas cuestiones que afectan e interesan a nuestras instituciones de inversión colectiva en esta fase delicada de su desenvolvimiento. Han quedado fuera de nuestra consideración problemas, como el del régimen fiscal, de gran trascendencia práctica; tiempo habrá para su análisis a la hora de la revisión de la legislación española en la materia. Lo que sí nos interesa destacar es que estas instituciones, tras las vicisitudes experimentadas en los últimos años, y a la espera de una nueva ordenación legal, que, sin duda, habrá de modernizar el marco legislativo actual potenciando la solvencia, transparencia y eficaz funcionamiento de las mismas, están destinadas a encontrar un futuro brillante como uno de los pilares básicos de nuestro sistema financiero.

LA NUEVA LEY DEL MERCADO HIPOTECARIO

Antonio Santillana del Barrio analiza las posibilidades que se derivan de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, como coadyuvante al aumento del crédito al sector inmobiliario. Partiendo del análisis de la financiación de la vivienda en España, y a través del estudio de las experiencias extranjeras en materia de mercado hipotecario que pueden ser más significativas para el caso español, resalta las aportaciones más significativas que la nueva Ley puede suponer en el futuro.

INTRODUCCION

LOS problemas que se derivan de la necesidad de alojamiento se han abordado en muchas ocasiones mediante la adecuación del sistema financiero al tratamiento del problema de la vivienda. El valor de una vivienda representa una magnitud muy importante en relación con la renta de las familias, por lo que generalmente la compra de la misma debe hacerse mediante el destino de parte de esa renta a la amortización de un préstamo, a largo plazo, que en su día permitió la compra de la vivienda. Las características peculiares de la vivienda, fundamentalmente el carácter de bien duradero, han hecho que surjan instituciones financieras especializadas en el crédito hipotecario, que se diferencian de los restantes intermediarios por otorgar préstamos hipotecarios a largo plazo.

En España, las instituciones crediticias dedicadas al crédito hipotecario han sido las Cajas de Ahorros y el Banco Hipotecario, pero recientemente, con la publicación de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario (Ley 2/1981, de 25 de marzo, *B. O. del E.* n.º 90, de 15 de abril de 1981), el tema ha cobrado nuevo interés. Dicha Ley, que es una pieza más en el proceso de reforma del sistema financiero, está orientada a facilitar el crédito al sector de la vivienda, y a la edificación en general, mediante el desarrollo y ordenación de las funciones que en el campo del crédito hipotecario actualmente existen. El problema de la financiación de la vivienda en España se ha agudizado debido a la crisis general que ha afectado a este sector de manera relevante. Las menores expectativas de renta por parte de las familias se han traducido en una reducción de la demanda de vivienda que, junto al encarecimiento del crédito, cuando no su reducción, ante el proceso de liberalización de los coeficientes obligatorios de las entidades privadas de crédito, ha hecho descender la construcción a niveles que preocupan a toda la sociedad. En buena parte es esta circunstancia crítica la que puede haber estimulado la conveniencia de abordar la financiación de la vivienda, y quizás de ahí haya surgido la Ley cuyos comentarios se aportan en este artículo.

El interés por fomentar la política de financiación de la vivienda en España ya quedaba reflejado en los Pactos de la Moncloa que, en el apartado correspondiente, recogían como uno de los principios de dicha política: «La remoción de los obstáculos jurídicos y administrativos que se oponen a la creación de un mercado amplio de hipotecas, revisando para ello el impuesto que grava las transmisiones patrimoniales en el ámbito de los bienes inmuebles y proponiendo la regulación de fondos de inversión inmobiliaria que tomen como activo las hipotecas sobre inmuebles.» Desde entonces hasta la fecha contamos con la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, que amplía las entidades financieras que pueden actuar en el sector del crédito hipotecario y regula una serie de condiciones que pueden constituir un obstáculo para la creación de un mercado amplio de hipotecas. En el momento en que se escribe este artículo —primeros días de octubre de 1981— se está a la espera de las normas reglamentarias que desarrollen la Ley mencionada y, por tanto, en los momentos de abrir el crédito hipotecario a nuevas posibilidades de actuación.

Este trabajo contiene una referencia previa sobre la financiación de la vivienda en España para contemplar después, de una manera muy breve, algunos ejemplos de instituciones hipotecarias en países que pueden servir de referencia (Reino Unido, Estados Unidos y Francia), abordándose, en tercer lugar, el contenido de la Ley de Regula-

ción del Mercado Hipotecario para señalar las posibilidades que la misma alberga.

1. LA FINANCIACION DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA

La adquisición de la vivienda en España exige un desembolso muy importante del comprador, que en muchas ocasiones supera el 40 por 100 y raramente desciende de este porcentaje. El resto del precio de la vivienda suele financiarse a medio y largo plazo mediante los préstamos que otorgan las Cajas de Ahorros a los promotores y constructores, en los que posteriormente se subroga el adquirente. Los créditos por parte de otras entidades financieras han sido escasos, y sólo a partir de 1976 la Banca oficial toma una participación significativa en la actividad general. La Banca privada apenas opera en el campo del crédito a la vivienda y, si lo hace, es más bien orientando sus créditos a la financiación de circulante y, en escasa cuantía, a la consolidación del préstamo a largo plazo para la vivienda en favor del adquirente.

Por consiguiente, el esquema de financiación de la vivienda en España se centra en la elevada aportación del adquirente, en el transcendental papel de las Cajas de Ahorros y en la creciente actividad de la Banca oficial. Las Cajas de Ahorros han sido el instrumento esencial de financiación, mediante la obligatoriedad de colocación de parte de sus recursos en función del coeficiente de regulación especial, pero también mediante la predisposición que han mostrado en el campo de la vivienda no protegida al movilizar sus recursos libres hacia el sector.

CUADRO N.° 1

NUEVOS CREDITOS A LA VIVIENDA (DISPOSICIONES BRUTAS)

(Miles de millones de pesetas)

AÑOS	*Cajas de Ahorros*	*Banca Privada*	*Crédito Oficial*	*Total*
1972	81,3	64,7	6,8	125,7
1973	109,9	59,4	6,3	185,0
1974	149,5	76,5	6,0	195,2
1975	194,4	80,6	8,1	241,2
1976	254,5	72,1	22,3	352,8
1977	298,6	74,7	30,2	399,4
1978	323,4	80,1	35,3	403,4
1979	342,2	73,8	38,2	463,4
1980	403,3	80,7	58,3	499,8

Nota. — Los datos de nuevos créditos a la vivienda de la Banca Privada, hacen pensar que no están depurados para el subsector vivienda, sino que contienen los otorgados a edificación y vivienda, por lo que la cifra correspondiente sería más reducida.

Fuentes: Datos Cajas de Ahorros, *Informe estadístico y Análisis de Gestión de las Cajas de Ahorros Confederadas.* Datos Crédito Oficial, *Boletín Estadístico del Banco de España.* Datos Banca Privada. Se ha seguido el criterio de J. Rodríguez López, *Inversiones en Viviendas en España: un comentario.* «Información Comercial Española», abril 1979, consistente en añadir a la diferencia entre los saldos vivos de la cartera de créditos/edificación, al 31 de diciembre de cada año, el 20 por 100.

Las estadísticas de crédito hacia la vivienda, medidas en desembolsos brutos, que figuran en el cuadro n.° 1, pueden sobrevalorar el papel de la Banca privada, ya que las cifras ahí contenidas, por no disponer de otras mejores, hacen más bien referencia al sector de edificación que al propio de vivienda y, además, pueden ser datos de crédito a corto plazo que indican financiación de circulante. Sin embargo, son suficientes para mostrar las afirmaciones anteriores.

La descripción del sistema de financiación de la vivienda antes realizada se modifica en cierto sentido a partir de 1977, al incidir sobre el mismo la reforma del sistema financiero, y también en 1981, al aprobarse el Programa Trienal 1981/83 de Construcción de Viviendas de Protección Oficial.

En 1977 la reforma del sistema financiero determina una disminución progresiva del coeficiente de regulación especial de las Cajas de Ahorros que afecta a la financiación de la vivienda protegida, habiendo impulsado el trasvase de recursos de las Cajas desde este tipo de vivienda a las de régimen libre por la mayor rentabilidad que ello implica. Es cierto también que en 1977 la crisis afecta al sector de vivienda, por lo que se produce una caída de la actividad, que es consecuencia de la insuficiencia de la demanda de los adquirentes ante los menores ingresos disponibles por parte de la población y el empeoramiento de las expectativas, lo que también explica que se redujeran las necesidades de financiación de vivienda y la menor actividad crediticia de las

entidades que operan en el sector. La propia liberalización de los coeficientes y la crisis económica general obligan a intervenir a la Administración facilitando crédito para viviendas protegidas a través del Crédito Oficial, ante las dificultades crediticias que se detectan en el área de las viviendas protegidas. Este intervencionismo es una primera nota a tener en cuenta en la financiación española de la vivienda que, si bien es cierto que siempre se ha venido ejerciendo, su necesidad se ha hecho más patente al producirse la reducción de los tradicionales coeficientes de las Cajas.

En 1980 el panorama de crisis del sector de la vivienda prosigue y la Administración promueve el Programa Trienal 1981-1983, cuya finalidad básica es asegurar la financiación de 571.000 viviendas de Protección Oficial. La nota destacada de este Programa, desde el punto de vista financiero, es la incorporación de la Banca privada a la financiación de la vivienda mediante el crédito a largo plazo, cuya instrumentación en el primer año del Programa se viene haciendo fundamentalmente a través del Crédito Oficial, ya que el crédito para la vivienda no es una actividad habitual de la Banca privada. Precisamente este Programa resalta de nuevo el obligado recurso a la intervención del sistema crediticio para disponer de medios financieros destinados a la edificación de viviendas.

La lección que se deriva de estos hechos, y en general de un análisis del sistema crediticio español, es el apoyo que requiere la financiación de la vivienda, que en parte puede explicarse por el escaso desarrollo o especialización de las entidades crediticias que operan en el sector inmobiliario. La reforma del sistema financiero, en la medida en que implica la liberalización de la actividad de las Cajas de Ahorros en cuanto supone menores coeficientes obligatorios y mayores posibilidade de hacer operaciones similares a la Banca privada, hace temer un vacío financiero en el campo de la vivienda o, al menos, en el de la vivienda protegida.

Contrasta esta situación con la observada en la mayor parte de los países, en los que proliferan instituciones financieras dedicadas básicamente a la financiación de la vivienda como un elemento más de un sistema financiero en el que entre los intermediarios financieros coexisten Bancos Comerciales, Instituciones de Depósito y Préstamo a plazo e Instituciones de Crédito Hipotecario.

Cuando uno se pregunta por qué surgen en los diversos sistemas financieros del mundo un grupo de instituciones típicamente dedicadas al crédito a la vivienda, la respuesta suele encontrarse en las características básicas de este sector. Por un lado, la construcción de viviendas representa un porcentaje muy elevado de la formación bruta de capital fijo (en España alrededor del 25 por 100) y comporta unos efectos inducidos sobre actividad y empleo de gran transcendencia, lo que hace de la inversión en vivienda un elemento motor del resto de la economía. Por otro, está la circunstancia de que la financiación de la vivienda resuelve un problema social como es el del alojamiento y, además, por ser la vivienda un bien duradero de alto precio que solamente puede pagarse, al menos por parte de las familias de menores ingresos, a partir de unos porcentajes aceptables de la renta de la familia a lo largo de unos cuantos años. Esta importancia del sector y esta necesidad de crédito a largo plazo que la vivienda implica han hecho que aparezcan entidades financieras especializadas en el crédito hipotecario, en muchas ocasiones impulsadas por el poder ejecutivo, cuando no atendidas directamente por el sector público.

La Ley de Regulación del Mercado Hipotecario pretende abrir en España el campo para estas instituciones y ordenar los comportamientos financieros precisos para que la financiación de la vivienda pueda beneficiarse de un sistema más completo que el actualmente existente. Para contemplar el campo que ofrece dicha Ley, bueno es detenerse, aunque sea brevemente, en los ejemplos derivados de otros países.

2. BREVE REFERENCIA A LAS INSTITUCIONES HIPOTECARIAS EN EL REINO UNIDO, ESTADOS UNIDOS Y FRANCIA

Los tres países elegidos para resaltar el funcionamiento del crédito hipotecario, que pueden servir de referencia para el caso español, reúnen una variada gama de instituciones que prácticamente abarcan las diversas opciones o posibilidades a las que pueda encaminarse el crédito hipotecario en España.

El *caso inglés* está caracterizado por la existencia a lo largo de todo el territorio de las denominadas *buildings societies.*

Estas entidades financieras están dedicadas a otorgar préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas, movilizando los recursos captados mediante la constitución de depósitos de ahorro a corto plazo. Los préstamos que otorgan suelen cubrir hasta el 80 por 100 del precio de la vivienda y el plazo de amortización de los mismos suele situarse entre 20 y 25 años.

Los elementos que conviene destacar del sistema inglés son cómo hacer compatibles préstamos a largo plazo con la captación de recursos a corto plazo y, en segundo lugar, cómo captar recursos a menor costo que el resto del sistema financiero para que los préstamos para vivienda sean relativamente baratos.

El primer tema se ha resuelto de un modo peculiar, como es el de la práctica de los tipos de interés activos y pasivos de carácter flotante. Los prestatarios reciben periódicamente comunicación del tipo de interés revisado en función de los tipos pasivos practicados. De este modo se logra que el rendimiento de las colocaciones a largo plazo se ajuste al costo de la financiación a corto plazo y que, por tanto, el intermediario financiero no resulte perjudicado por las oscilaciones continuas del tipo de interés a corto plazo. Esta práctica habitual, apoyada en la facultad del prestatario de reembolsar anticipadamente los préstamos cuando se modifica el tipo de interés, ha permitido que el sistema funcione adecuadamente sin problemas de rentabilidad para las sociedades de crédito hipotecario.

El segundo problema abordado, el de hacer atractivos los depósitos en las *buildings societies* para los ahorradores ingleses, a pesar de que el tipo de interés percibido pueda ser menor que en otras instituciones de depósito, se ha resuelto mediante la bonificación fiscal por desgravación impositiva de los intereses percibidos por los depósitos constituidos en dichas sociedades hipotecarias. Por otra parte, los préstamos hipotecarios disponen de apoyos fiscales que permiten facilitar recursos a menores tipos de interés para el crédito a la vivienda. Esta intervención estatal a través de la política fiscal se complementa, para el caso de las familias de menores ingresos, mediante subvenciones parciales de los intereses de los préstamos cuando éstos se destinan a la adquisición de las viviendas de determinados programas.

El *caso de los Estados Unidos* ilustra cómo, bajo una concepción liberal del sistema crediticio, se ha intervenido el crédito hipotecario por la transcendencia del sector de la vivienda.

Las entidades que practican los préstamos hipotecarios —cuya cuantía suele oscilar en torno al 70-75 por 100 del bien hipotecable, siendo el plazo de amortización de 20-25 años— son muy diversas y se caracterizan porque están presentes en todo el territorio nacional, adoptando en muchas ocasiones la forma de instituciones típicamente locales. Dichas instituciones son las *Saving & Loan Associations,* que cubren alrededor del 50 por 100 de los créditos; Banca comercial, con más del 20 por 100 de participación en la financiación de la vivienda; Compañías hipotecarias —alrededor de un 15 por 100— y el resto cubierto por las *Mutual Saving Banks* y otras entidades. Estos intermediarios suelen financiarse a través de cuentas de ahorro y a la vista, otorgando fundamentalmente créditos hipotecarios.

El mercado hipotecario, que funcionaba libremente mediante la operatividad de las entidades citadas, fue intervenido por la Administración de los Estados Unidos en 1938, al crear la *Federal National Mortgage Association* (FNMA), debido a la reducida actividad del mercado primario y secundario de hipotecas, que dificultaba la inversión en viviendas a largo plazo. El papel de esa agencia federal fue la adquisición de créditos hipotecarios otorgados por las distintas entidades que operan en el mercado, siempre y cuando los mismos estuvieran garantizados por alguna de las dos agencias gubernamentales: La *Federal Housing Administration* (FHA) y la *Veterans Administration* (VA). De este modo se agilizó el mercado secundario de hipotecas y se aseguró la liquidez a las instituciones de crédito hipotecario mediante la adquisición de sus carteras en caso de necesidad. La FNMA facilita la compra y venta de hipotecas y, por tanto, condiciona en gran manera el funcionamiento del mercado hipotecario. Por otro lado, esa intervención ha impulsado la homogeneidad de los préstamos, ya que, al exigir la garantía de la FHA o VA, las hipotecas se constituyen en función de las normas dictadas por dos agencias gubernamentales.

Posteriormente se reafirma el intervencionismo mediante la creación de una nueva institución, la *Government National Mortgage Association* (GNMA) que, dependiendo del Ministerio

de la Vivienda y Urbanismo, tiene dos misiones principales: la asistencia financiera de los programas de vivienda del gobierno y la creación de nuevos mecanismos para atraer capitales al sector. El primero de los cometidos lo desarrolla mediante la compra de préstamos hipotecarios originados por cualquier tipo de entidad, de acuerdo con los planes del gobierno, que posteriormente traslada a la FNMA o a otros inversores que estén interesados en esos activos. Debe destacarse que, incluso en su política de compra, incurre la GNMA en precios mayores a los de venta, lo que supone una subsidiación indirecta de los créditos que se constituyen en la línea de la política gubernamental.

El segundo de los cometidos lo desarrolló al crear títulos con respaldo hipotecario, lo que supone una movilización indirecta de las carteras de créditos hipotecarios. La práctica, habitual en el mercado americano, de transferencia de hipotecas se ve complementada de este modo por la movilización de las mismas mediante la emisión de títulos en base a la garantía que suponen dichas hipotecas.

Por último, en 1970, se estimula de nuevo el mercado secundario de préstamos hipotecarios mediante la creación de una nueva agencia federal, la *Federal Home Loan Mortgage Corporation.* Esta sociedad está orientada a homogeneizar el mercado de préstamos hipotecarios para favorecer su venta y a la emisión de títulos sobre las carteras hipotecarias así adquiridas. De este modo se completa el sentido de la homogeneización que inicia la FNMA, que exigía como garantía de los préstamos hipotecarios el aseguramiento de la FHA o VA, al extender la operatividad de una agencia federal a hipotecas convencionales, buscando la normalización del mercado.

En resumen de lo expuesto, el caso de los Estados Unidos ilustra el intervencionismo sobre una multiplicidad de instituciones hipotecarias para dotar de liquidez al mercado secundario y de homogeneidad a la constitución de préstamos y emisión de títulos. Igualmente es de destacar la participación especial de la Administración a través de una agencia federal que facilita la movilización de las carteras hipotecarias acomodadas a los planes gubernamentales en materia de vivienda.

Finalmente, el *caso francés* muestra un mercado hipotecario que pivota fundamentalmente en el papel de una institución crediticia pública, el *Crédit Foncier,* que, mediante su actuación y facultades, reglamenta el funcionamiento del crédito hipotecario.

Los préstamos hipotecarios los otorga el propio *Crédit Foncier* y el conjunto de instituciones crediticias autorizadas por aquél en función de las normas que se dictan sobre condiciones financieras. Estos préstamos son movilizables mediante la emisión de títulos hipotecarios y los toman las compañías de seguros, mutualidades, fondos, etc. La liquidez de estos títulos está asegurada por la existencia de un fondo de regulación gestionado por el *Crédit Foncier* que, además, se puede hacer cargo de las emisiones antes citadas. Igualmente, dicha institución es emisora y colocadora tradicional de títulos hipotecarios. La dirección del crédito hipotecario que realiza el *Crédit Foncier* abarca los diferentes aspectos del mercado hipotecario, por cuanto determina qué préstamos son movilizables, sobre qué garantías deben otorgarse dichos créditos y, en general, cuál es la cuantía que puede encajarse en las instituciones que tradicionalmente adquieren los títulos emitidos. Verdaderamente el *Crédit Foncier* es el instrumento de apoyo de la política de vivienda de la Administración francesa.

En resumen de la exposición de los tres casos antes analizados, podemos ver un ejemplo de acomodación del mercado hipotecario francés a la reglamentación derivada de la actuación de una institución crediticia pública, *Crédit Foncier,* dotada de muy amplias facultades; la necesidad del intervencionismo gubernamental en un mercado liberal como el de los Estados Unidos para otorgar liquidez y homogeneidad a las hipotecas, y el estímulo a la financiación de la vivienda a través de incentivos fiscales, como en el caso del Reino Unido. Desde el punto de vista de las operaciones activas, se da en ellos una uniformidad en cuanto a la práctica de préstamos a largo plazo y en porcentajes elevados sobre el precio de la vivienda y, desde el punto de vista de las operaciones pasivas, las situaciones son muy diversas, yendo desde la captación de recursos a corto plazo hasta el sistema de encaje de títulos hipotecarios en los ahorradores institucionales.

3. LA LEY DE REGULACION DEL MERCADO HIPOTECARIO

Anteriormente se ha señalado que el crédito hipotecario en España se centra fundamentalmente en la actuación de Cajas de Ahorros y Banca oficial como intermediarios financieros a largo plazo. Existe, por tanto, en España lo que podría denominarse un mercado primario de préstamos hipotecarios. Además, es posible la movilización de activos mediante la transmisión de obligaciones hipotecarias. Sin embargo, la existencia de estos créditos hipotecarios y la posibilidad de la emisión de obligaciones no ha facilitado la resolución de dos cuestiones importantes para un verdadero desarrollo del mercado hipotecario, como son la inmovilización de recursos que implica el crédito con garantía hipotecaria y la escasa liquidez de las carteras de préstamos hipotecarios o de las obligaciones hipotecarias por el coste que supone su transmisión, por la falta de homogeneidad de los títulos y, finalmente, por la complejidad jurídica que presenta la transmisión.

La Ley de Regulación del Mercado Hipotecario se propone salvar los obstáculos mencionados. Pretende, por una parte, la movilización de las carteras de hipotecas mediante la emisión de títulos hipotecarios en base a dichas carteras e intenta, por otro lado, que dichos títulos sean líquidos mediante el fomento de un mercado secundario apoyado en los fondos de regulación que más adelante se comentan. Se complementa este objetivo de la Ley con la regulación de las características básicas de las operaciones activas y pasivas de las entidades financieras que pueden operar en el mercado hipotecario, así como en el régimen fiscal, financiero y administrativo que enmarca su actuación. Seguidamente se comentan los aspectos más relevantes de la Ley.

a) Entidades financieras participantes en el mercado hipotecario

La Ley determina los intermediarios financieros que pueden participar en el mercado hipotecario mediante la concesión de préstamos hipotecarios y la emisión de títulos necesarios para su financiación. Estas Entidades son el Banco Hipotecario de España y, cuando así lo permitan sus respectivos Estatutos, las Entidades oficiales de crédito, los Bancos privados, las Cajas de Ahorros, Entidades de Financiación, Cooperativas de Crédito y Sociedades de Crédito Hipotecario.

Del conjunto citado de Entidades financieras, son de nueva creación las Sociedades de Crédito Hipotecario, mientras que las restantes ya podían otorgar los préstamos hipotecarios; pero, a través de esta Ley, se autoriza la emisión de títulos con cargo a esas carteras, lo que supone la posibilidad de movilizar los recursos destinados a este tipo de préstamos.

Las Sociedades de Crédito Hipotecario, que son una de las aportaciones más relevantes de la Ley, aparecen, por tanto, como una nueva figura del sistema financiero español y se perfilan como intermediarios financieros bancarios especializados, cuyo activo estará fundamentalmente constituido por préstamos hipotecarios y cuyo pasivo procederá de la captación de recursos mediante depósitos a largo plazo, ahorro vinculado y emisión de títulos hipotecarios. Estas sociedades podrán así desarrollarse como entidades especializadas en el crédito hipotecario y es bueno que las exigencias no sean excesivamente engorrosas —particularmente el capital mínimo no debiera ser un obstáculo para las iniciativas que pudieran presentarse— con objeto de que se extiendan a lo largo de todo el territorio.

b) Operaciones activas

La Ley contempla las características que deben reunir las operaciones de préstamos y avales hipotecarios que otorguen las entidades financieras para poder emitir títulos y disfrutar de otras ventajas recogidas en dicha norma. Se trata de este modo de establecer la solvencia básica de los títulos (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) que se emitan sobre la cartera de créditos hipotecarios, estableciéndose una serie de cautelas sobre las características de los préstamos y avales.

Los resultados que deben reunir las hipotecas son, entre otros, la exigencia de que los bienes que se tomen como garantía mantengan un valor estable y duradero, excluyendo, por tanto, los que no participen de dicha facultad; igualmente, el crédito que se conceda no puede superar el 70 por 100 del valor de tasación u 80 por 100 en el supuesto de viviendas de protección oficial. Se contemplan también las actuaciones que deben seguirse cuando el valor

del bien que respalda un crédito desmerezca en más de un 20 por 100 del valor tasado, con objeto de que, en todo caso, los créditos estén garantizados y la solvencia de las hipotecas alcance cotas elevadas.

La Ley persigue, mediante la regulación de las operaciones activas, que los préstamos hipotecarios estén adecuadamente garantizados, defendiendo de este modo la seguridad de los tomadores de los títulos que se emitan para movilizar dichas carteras de préstamos. Para ello es preciso que las normas de tasación que reglamentariamente se dicten sean lo suficientemente claras y razonables para evitar sobrevaloraciones que, a la larga, conducirían al desprestigio de los títulos hipotecarios. El criterio que razonablemente puede seguirse para la tasación del bien es el valor de reposición, aunque, independientemente del criterio, la confianza en la tasación procederá del prestigio de sociedades profesionales o de instalaciones de larga tradición en la realización de la actividad. Es perfectamente imaginable que, a efectos de tasación, las posibles Sociedades de Crédito Hipotecario, e incluso entidades financieras que carezcan de servicios de tasación, recurran a otras que presten el servicio correspondiente, lo que puede aumentar la confianza y seguridad en las valoraciones aplicadas.

En el marco de las operaciones activas se regula la figura del aval hipotecario. Es muy interesante dicho concepto, porque de este modo se traslada el riesgo a la sociedad avalista y, además, permite prescindir de una serie de servicios necesarios en la actividad hipotecaria —tasación, estudio jurídico de las garantías, análisis económico financiero del prestatario— ya que se puede recurrir al aval de instituciones expertas en la materia, como es el caso del Banco Hipotecario de España y Cajas de Ahorros. Es previsible que en las primeras etapas de desarrollo de las Sociedades de Crédito Hipotecario, o incluso en el otorgamiento de créditos hipotecarios por parte de las demás entidades financieras que tradicionalmente no practicaban este tipo de crédito, se recurra a dicho aval hipotecario, canalizándose así recursos al sector y evitando los costes que supondría el montar los servicios mencionados.

c) Operaciones pasivas: cédulas, bonos y participaciones hipotecarias

La Ley establece la posibilidad de movilizar las carteras de préstamos hipotecarios mediante la emisión de títulos que tengan como garantía dichas carteras. Por ello, regula las características de las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, que serán principales activos financieros para la movilización de las hipotecas. No deben olvidarse, sin embargo, otras fuentes de financiación de la actividad de las entidades financieras que operan en el mercado hipotecario, particularmente los depósitos a largo plazo y de ahorro vinculado que pueden constituir las Sociedades de Crédito Hipotecario, y los restantes sistemas de captación de recursos a que pueden acudir las demás entidades financieras. Aquí sólo se hace referencia a las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias porque son los títulos hipotecarios creados por la Ley que se comenta.

La emisión de cédulas hipotecarias, hasta el presente, era privilegio del Banco Hipotecario de España. Estos títulos valores están garantizados por la totalidad de los préstamos hipotecarios concedidos por la entidad y, en última instancia, por los bienes hipotecados. En virtud de la Ley que regula el Mercado Hipotecario, la capacidad de emisión de cédulas se extiende a aquellas entidades como las Cajas de Ahorros y Caja Postal, las Sociedades de Crédito Hipotecario y las restantes Entidades Oficiales de Crédito, cuya actividad preferente o única sea la concesión de préstamos hipotecarios.

Las cédulas, que son títulos valores, podrán ser nominativas, a la orden o al portador, con amortización periódica o no, a corto o largo plazo, con interés constante o variable, con o sin primas, emitidas en series o singularmente. Puede apreciarse, en consecuencia, que existe una total libertad en relación con los rasgos básicos que deben caracterizar estos títulos. En relación con esta amplia gama de posibilidades, el desarrollo reglamentario debe velar por la garantía en el pago de los intereses y la recuperación de los principales por sus titulares, por lo que deberán exigirse normas de acoplamiento en cuanto a la práctica de intereses variables o no y de plazos de emisión de los títulos en relación con el vencimiento medio de las carteras de préstamos.

Teniendo en cuenta que no existe una seguridad absoluta de que los préstamos hipotecarios que garantizan la emisión

de cédulas sean amortizados en su totalidad en tiempo y forma y que el valor de los bienes que los respaldan, en caso de incumplimiento del contrato, sea suficiente para la cobertura de éste, la Ley establece un techo máximo del 90 por 100 sobre los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios no afectos al pago de bonos o participaciones para el importe de las emisiones de cédulas. No obstante lo anterior, por cualquier razón (por reembolso anticipado del crédito, la falta de algún requisito de éste, etc.) puede suceder que el porcentaje del 90 por 100 sea superado, en cuyo caso la entidad emisora deberá restablecerlo en un tiempo determinado.

Los bonos hipotecarios están garantizados por créditos hipotecarios especialmente afectados a la correspondiente emisión. Por tanto, el potencial adquirente de éstos se fijará más, a la hora de decidir la adquisición, en la calidad de la garantía del préstamo hipotecario afectado que en la seriedad y solvencia de la entidad emisora. Cosa distinta sucederá para la adquisición de cédulas, ya que, al no conocerse la solvencia de los tomadores de los préstamos que las garantizan ni la calidad de los bienes hipotecados, la solvencia y seriedad del emisor constituirá una información relevante.

Al igual que las cédulas, los bonos hipotecarios podrán emitirse con características diversas en cuanto a intereses, plazos, primas, etc. Con objeto de defender los intereses de los bonistas y de asegurar el buen funcionamiento del mercado, deberá exigirse que el vencimiento medio de los bonos no sea superior al de los créditos afectados, pues de otra forma éstos podrían quedar sin garantía, y que el conjunto de estos préstamos produzca unos intereses superiores o iguales al de los bonos. En la misma línea de defensa de los intereses de los bonistas, se sitúa la exigencia prevista en la Ley de que el valor de los capitales no amortizados de una emisión de bonos, no supere el 90 por 100 de los préstamos no amortizados que la garantizan. No obstante, dado que este porcentaje puede superarse por múltiples causas, deberán regularse reglamentariamente los mecanismos y el tiempo en que se tendrá que restablecer el equilibrio.

Para la financiación de grandes obras de infraestructura, de edificios comerciales e industriales y, en general, de la construcción o adquisición de cualquier inmueble cuyo valor sea elevado, las participaciones hipotecarias pueden constituir un instrumento muy útil, ya que mediante éstas puede documentarse una especie de préstamo hipotecario sindicado. En definitiva, las participaciones hipotecarias no son otra cosa que títulos valores nominativos que documentan la participación de un tercero en un porcentaje determinado de un crédito hipotecario. De esto se deriva que el titular de la participación asume, en la proporción de ésta, el impago del crédito por el deudor o la insuficiencia del valor de la garantía del préstamo, siempre y cuando el emisor, que debería conservar la titularidad jurídica externa del crédito, obre con la diligencia de un buen administrador en la gestión de éste y, en su caso, en la ejecución de la garantía. Si el emisor no utilizara cuando fuera preciso la acción ejecutiva contra el deudor, el partícipe podrá subrogarse en la misma y, si fuera necesario, entablar acción ejecutiva contra la entidad emisora para la efectividad del vencimiento de la participación por el principal e intereses.

El período de vencimiento de las participaciones hipotecarias y los intereses de las mismas estarán condicionados por las características pactadas en los créditos hipotecarios que dan origen a las mismas. Esta es una norma general de los títulos hipotecarios, que trata de asegurar el cumplimiento del pago de intereses y amortización del principal por parte del emisor de los títulos y en favor de la garantía y seguridad de los mismos. En este mismo sentido, el patrimonio del emisor constituye una segunda línea de garantía para el partícipe.

d) Mercado secundario

El desarrollo del mercado de títulos hipotecarios está en función del atractivo que merezcan al ahorrador estos activos financieros en términos de seguridad, rentabilidad y liquidez. Dado que la liquidez dependerá, obviamente, del desarrollo del mercado secundario de títulos hipotecarios, la Ley establece el marco para que surja dicho mercado.

Efectivamente, en la Ley se establece que los títulos hipotecarios serán transmisibles por cualquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público, siendo admitidos a cotización en Bolsa sin más requisitos que los previstos para los

efectos públicos. Para dotar de liquidez a aquellos títulos, la Ley contempla la posibilidad de que las entidades puedan comprar, vender y pignorar sus propios títulos, así como participar en los fondos de regulación del mercado, cuya finalidad es proporcionar un grado de liquidez suficiente a los títulos mediante la compra y venta de los mismos.

La mecánica de funcionamiento de estos Fondos habrá de ser similar a la de los Fondos de Inversión Mobiliaria, salvando lógicamente las particularidades derivadas de la distinta finalidad de unos y otros. La fuente principal de su pasivo habrán de ser los recursos que obtengan por los certificados de participación que emitan y que tomarán las entidades partícipes en cuantía igual a un porcentaje de sus emisiones que deseen sean intervenidas por el Fondo. El activo de los Fondos estará constituido básicamente por cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

Junto a los Fondos de Regulación promovidos por las entidades participantes en el mercado, el Banco Hipotecario de España, por imperativo de la Ley, habrá de promover un Fondo de Regulación Pública, cuyo objetivo fundamental, aunque no único, habrá de ser dotar de liquidez suficiente a aquellos títulos cuya garantía esté constituida por préstamos hipotecarios destinados a la financiación de la construcción o adquisición de viviendas. De esta forma, el Fondo contribuirá a incentivar la orientación de recursos financieros hacia la financiación de estos activos.

CONCLUSIONES

La Ley de Regulación del Mercado Hipotecario nace con la finalidad de movilizar las inversiones que supone el otorgamiento de préstamos hipotecarios. Sin embargo, al abordar dicho tema se establece verdaderamente un marco en el que pueden desarrollar su actividad un conjunto de entidades financieras que opten por practicar el crédito hipotecario. En el establecimiento de este marco deben destacarse los siguientes elementos: 1.°, la creación de las Sociedades de Crédito Hipotecario que, en la medida en que se desarrollen, pueden constituir dentro de unos años unos intermediarios bancarios especializados de cierta importancia para el sector de la vivienda; 2.°, la creación del mercado secundario, mediante la constitución de los fondos de regulación del mercado, particularmente el de regulación pública que debe promover el Banco Hipotecario de España, que puede hacer líquidos a los títulos hipotecarios; 3.°, la regulación de las hipotecas, al fijarse la cuantía de los préstamos, las normas de tasación y otros aspectos que aseguran la garantía de los títulos valores que se emitan sobre las carteras de hipotecas; 4.°, la creación del aval bancario que, otorgado por entidades consolidadas, puede facilitar el desarrollo inicial del crédito hipotecario, por cuanto supone la asunción del riesgo que dicho crédito comporta por parte del avalista y, también, porque evita la complejidad del otorgamiento de hipotecas; y 5.°, la regulación de la emisión de títulos hipotecarios (cédulas, bonos y participaciones hipotecarias) para la movilización de las carteras de préstamos con garantía hipotecaria.

Lo que sería una ingenuidad es pensar que, al haber establecido por Ley la posibilidad de movilizar las hipotecas, se resuelvan los problemas de la vivienda o de la financiación de la vivienda en España. La Ley que comentamos lo que hace es agilizar la movilización de los recursos destinados al crédito hipotecario y ampliar las entidades financieras a unas Sociedades de Crédito Hipotecario especializadas y, por consiguiente, impulsa la canalización del ahorro al crédito hipotecario en competencia con otros sectores.

Mientras las circunstancias no cambien, el problema de la financiación de la vivienda en España seguirá requiriendo una actuación especial por parte de la autoridad económica, independientemente del desarrollo del Mercado Hipotecario. La experiencia de otros países de fuerte tradición liberal indica que es precisa cierta regulación del sistema financiero para disponer de fondos a largo plazo para la adquisición de viviendas, lo cual puede acentuarse en el caso español en la medida en que las Cajas de Ahorros, ante el proceso de liberalización de sus coeficientes, dejaran de invertir en vivienda. El ejemplo del Programa Trienal 1981/83 de Construcción de Viviendas de Protección Oficial es una buena muestra de la necesidad de comprometer recursos de la Banca privada y Cajas de Ahorros para financiar las viviendas. Es posible que, a la larga, si las instituciones de crédito hipotecario tomaran cierto empuje, pudiera prescindirse del intervencionismo que supone el establecimiento de coeficientes, pero, incluso siendo esto así, no debe sor-

prender la necesidad de reglamentar la inversión hacia la vivienda, aunque sea a través del encaje de los títulos hipotecarios en el ahorro colectivo, siguiendo la experiencia francesa.

Los problemas de la vivienda en España, que en mi opinión son básicamente de tipo financiero (la cuantía del préstamo raramente cubre más del 60 por 100 del precio de la vivienda, los plazos no alcanzan veinte años, las cuotas de amortización de los cinco primeros años son muy elevadas), van a requerir durante largos años el intervencionismo estatal, ya sea vía coeficiente o vía pacto, como el Programa Trienal. Ahora bien, lo que sí puede facilitar esta Ley es que parte del ahorro se dirija al sector de la vivienda por las ventajas que la misma introduce, pero difícilmente podrá escaparse la política de vivienda de cierto intervencionismo financiero, aun cuando el crédito hipotecario y los títulos hipotecarios se desarrollen y prestigien en base a la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario.

PROBLEMAS ACTUALES DEL CREDITO A LA EXPORTACION

La evolución de las diferentes figuras de crédito que integran el sistema español de financiación de la exportación con apoyo oficial y el juego de las diferentes instituciones y fuentes de fondos son objeto de análisis en este artículo de **Rafael Manzanares**, en el que se examinan los problemas, especialmente de insuficiencia de fondos, que actualmente se plantean, dentro de un contexto internacional que obliga a los exportadores españoles a igualar a sus competidores no sólo en precio y calidad, sino también en condiciones financieras.

I. INTRODUCCION

PARA poder tratar de los problemas actuales del crédito a la exportación parece adecuado referirse previamente a la evolución reciente de este necesario instrumento de fomento desde el triple ángulo de las fuentes de los fondos, de las entidades financiadoras y de las modalidades de crédito.

En cuanto a modalidades, además de la evolución reciente, se analiza el comportamiento concreto de cada una de las figuras de financiación de la exportación.

Finalmente, se tratan algunos de los problemas con que se enfrenta el crédito a la exportación, señalando perspectivas y apuntando algunas posibles soluciones.

En este artículo sólo se trata del crédito a la exportación con apoyo oficial. A este efecto, por apoyo oficial se entiende toda intervención administrativa, directa o indirecta, con fines de fomento, vía crédito o vía seguro de crédito, en el sistema español de financiación de la exportación.

II. EVOLUCION

1. *Evolución general.* — Los datos que se facilitan a continuación se expresan en términos de saldos existentes o de crédito vivo a 31 de diciembre del año que se indica. Estos datos se refieren a crédito a la exportación computado en los coeficientes específicos de inversión de la Banca privada y del Banco Exterior de España, en el subcoeficiente específico de préstamos de regulación especial de las Cajas de Ahorros y, por otra parte, a créditos financiados con cargo al Crédito Oficial a la Exportación, ICO, y a las líneas especiales de crédito otorgadas por el Banco de España al Banco Exterior de España.

En 1980 el crédito total a la exportación ha alcanzado la cifra de 633.968 millones de pesetas, lo que ha supuesto un incremento muy importante, sobre el año anterior, del 30 por 100 en términos relativos y de 146.600 millones de pesetas en términos absolutos. Este importante aumento neto, observado en el último año, contrasta con el registrado en cada uno de los tres años anteriores, que fue, en cada año, de aproximadamente 100.000 millones de pesetas.

En el cuadro n.° 1 se observa una tendencia hacia la disminución continuada de la participación de los coeficientes obligatorios específicos de inversión, que tiende, no obstante, a amortiguarse en el último año. En el concepto de coeficientes se ha incluido la aportación de la facilidad establecida por la O. M. de 19 de junio de 1981 de sustitución por la Banca privada de fondos públicos por crédito a la exportación en ciertas con-

CUADRO N.° 1

DESGLOSE POR FUENTES EN PORCENTAJE

FUENTES	*1973*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*
Coeficientes	98	67	65	62	61
Crédito Oficial a la Exportación (ICO)	2	24	28	33	33
Banco de España	—	9	7	5	6
TOTAL	100	100	100	100	100

CUADRO N.º 2

DESGLOSE POR INSTITUCIONES EN PORCENTAJE

INSTITUCIONES	*1973*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*
Banco Exterior	18	47	47	51	51
Banca Privada	82	53	46,5	43	43
Cajas de Ahorros	—	—	6,5	6	6
TOTAL	100	100	100	100	100

CUADRO N.º 3

DESGLOSE POR MODALIDADES EN PORCENTAJE

MODALIDADES	*1973*	*1977*	*1978*	*1979*	*1980*
Capital circulante	43	45	45	45	44
Bienes de equipo y otras modalidades	57	55	55	55	56
TOTAL	100	100	100	100	100

diciones. Como contrapartida necesaria de la evolución referida, se observa una tendencia creciente de la participación de los fondos oficiales (ICO + Banco de España) como fuente del crédito a la exportación.

Como pone de manifiesto el cuadro n.º 2, existe una tendencia clara a la disminución de la participación de la Banca privada en la financiación de la exportación, lo que implica, en contrapartida, una concentración creciente en el Banco Exterior. No obstante, en el último año se mantiene la misma distribución observada en 1979 entre las instituciones financiadoras de la exportación. Los datos de este cuadro se refieren no a la aplicación, sino al origen de los fondos por instituciones.

Según señala el cuadro n.º 3, a lo largo del período se mantiene la importancia relativa del crédito de capital circulante en la cifra total de crédito a la exportación, aunque en 1980 se haya producido una disminución de un punto porcentual. En cuanto a las demás modalidades, aparte de bienes de equipo, sólo tiene cierta relevancia la figura de post-financiación a corto plazo (12,4 por 100 del total en 1980). En bienes de equipo, a partir de 1975, ha ido adquiriendo cada vez mayor importancia la modalidad de crédito-comprador, que desde 1979 ha sobrepasado, en términos de crédito vivo, a la modalidad de crédito-vendedor.

2. *Evolución comparada entre exportación y crédito a la exportación.* — Existe cierta dificultad para comparar las cifras reales de exportación con las correspondientes de crédito a la exportación, debido al desfase y a la heterogeneidad de los datos y flujos respectivos.

No obstante, con objeto de facilitar un indicador del gran esfuerzo financiero en favor de la exportación, se puede comparar, por una parte, el *stock* existente de crédito total a la exportación con la correspondiente cifra de exportación. La exportación española en el período 1973-80 se ha multiplicado por 4,9 veces, en pesetas, mientras que el crédito vivo global a la exportación para el mismo período se ha multiplicado por 8,5 veces.

El crédito vivo para capital circulante a final de cada año, ha pasado de representar un 11 por 100 en 1973 sobre la exportación total de dicho año, a un 18 por 100 en 1979 y a un 18,6 por 100 en 1980.

En cuanto a bienes de equipo, parece más significativo utilizar como indicador los datos que España comunica anualmente al Grupo sobre Crédito y Seguros de Crédito a la exportación de la OCDE, en base al valor de las operaciones con plazo de pago superior a un año, que han sido objeto de seguro de crédito por CESCE. Así se observa que en 1973 se financió, a medio y largo plazo (más de un año), un 7,7 por 100 de la exportación total española; que en 1976 se alcanzó el máximo del 9,8 por 100, mientras que dicha relación disminuyó hasta sólo un 5 por 100 en 1979, volviendo a recuperarse hasta un 7 por 100 en 1980.

III. MODALIDADES

1. La modalidad de crédito a medio y largo plazo está destinada a financiar operaciones

de exportación de bienes de equipo, o productos asimilados, constituyendo los créditos que, además de a regulación interna, están sometidos al área del Consenso OCDE en materia de crédito a la exportación, que se refiere a créditos con plazo igual o superior a dos años. El Consenso, que es un acuerdo informal al que se han adherido veintidós países de la OCDE, se llama propiamente Acuerdo sobre Líneas Directrices en Materia de Crédito a la Exportación con Apoyo Oficial. A él se adhirió España en septiembre de 1977, ha sido reformado en abril de 1978 y en mayo de 1980 y, después de haber estado sometido a fuertes tensiones entre los países miembros que cuentan con opiniones diferentes sobre su dirección futura, ha sido de nuevo modificado en la 15.ª reunión de los países miembros, celebrada a principios de octubre pasado.

El Consenso constituye un intento racional de limitar la carrera de créditos a la exportación mediante la adopción de ciertas normas de conducta que limitan las condiciones y prácticas del crédito a la exportación (porcentaje de pagos al contado, plazos, tipos de interés, créditos mixtos, etc.). Pese a las dificultades experimentadas, dadas las desavenencias entre sus tres principales miembros (Estados Unidos, Comunidad Económica Europea y Japón), todos sus miembros, y especialmente los países medios con recursos financieros más limitados como España, son conscientes de la conveniencia de mantener una cierta disciplina internacional en materia de crédito a la exportación para evitar inútiles despilfarros.

En la reunión de octubre de 1981, los países participantes en el Consenso OCDE sobre crédito a la exportación han alcanzado un acuerdo provisional, de seis meses de duración, por el que se modifican los siguientes aspectos del mismo:

CUADRO N.º 4

TIPOS MINIMOS DE INTERES DEL CONSENSO (1)

PAISES DESTINO	*De 2 hasta 5*	*Más de 5 a 8,5*	*Más de 8,5*
Relativamente ricos	11,0 (8,5)	11,25 (8,75)	—
Intermedios	10,5 (8,0)	11,00 (8,50)	—
Relativamente pobres	10,0 (7,5)	10,00 (7,75)	10 (7,75)

(1) Entre paréntesis, tipos aplicables antes del 16 de noviembre de 1981.

a) Aumento de los tipos de interés aplicables en 2,5 puntos porcentuales, excepto para los países relativamente pobres, en los créditos con plazo superior a cinco años, para los que la subida es de 2,25 puntos. En el cuadro n.º 4 se especifica la nueva matriz de tipos mínimos de interés aplicables (en tanto por ciento anual), indicándose, entre paréntesis, los tipos vigentes con anterioridad.

b) Mantener, como sistema de revisión de los tipos de interés, un sistema no automático, con discusión anual con motivo del examen previsto en el Consenso para cada año.

c) Los países con tipo de interés de mercado doméstico inferior a los mínimos del Consenso, pero con financiación a través de una entidad oficial, aplicarán un tipo del 9,25 por 100 anual para la parte facilitada en un crédito a la exportación, en moneda nacional, por la entidad oficial.

d) Se ha modificado el procedimiento de notificación de los créditos de ayuda. Los créditos con elemento de liberalidad inferior al 15 por 100 serán objeto del procedimiento de notificación previa con discusión (párrafo 9, *a,* del texto del Consenso); los créditos con elemento de liberalidad superior al 15 por 100 e inferior al 25 por 100 serán objeto del procedimiento de notificación previa sin discusión (párrafo 9, *b*); y los créditos con elemento de liberalidad igual o superior al 25 por 100 serán objeto de simple notificación inmediata posterior (párrafo 9, *c*). Anteriormente, estos últimos créditos no eran objeto de notificación y los que tenían un elemento de liberalidad entre el 15 y el 25 por 100 sólo estaban sometidos al procedimiento de notificación inmediata posterior.

e) Esta modificación del Consenso entró en vigor el 16 de noviembre de 1981 y contará, en principio, con una validez sólo por seis meses, pero con revisión previamente a su expiración.

La modificación del Consenso ha obligado a modificar la O. M. de 13 de junio de 1980 sobre tipos de interés aplicables en España a la financiación de la exportación, que ha sido sustituida por la O. M. de 12 de noviembre de 1981.

Es de esperar que en la próxima reunión, que se celebrará en

CUADRO N.° 5

OPERACIONES DE EXPORTACION ASEGURADAS 1980
PLAZO DE PAGO
(En 10^3 pesetas)

DESTINO	PLAZO DE PAGO				
	Total superior 1 año	*Superior 1 año hasta 5 años*	*Superior 5 años hasta 8,5 años*	*Superior 8,5 años hasta 10 años*	*Superior 10 años hasta 12 años*
A) Países en desarrollo (1)	84.285.592	23.899.523	34.757.682	21.868.466	3.759.921
Europa	2.098.979	1.344.078	754.901	—	—
Africa	11.656.084	6.122.452	868.570	4.666.062	—
Asia	10.397.454	600.279	4.676.981	5.120.194	—
América	60.133.075	15.832.714	28.457.230	12.083.210	3.759.921
B) Países de economía centralizada (2)	18.059.845	1.959.752	3.042.637	13.057.456	—
C) Países industriales	1.878.609	1.724.028	154.581	—	—
TOTAL	104.224.046	27.583.303	37.954.900	34.925.922	3.759.921

(1) Según lista del CAD de la OCDE.
(2) Cuba está incluido en países en desarrollo.

marzo de 1982, y especialmente en la reunión del Examen Anual que tendrá lugar en mayo de 1982, el acuerdo provisional se consolide con posible nueva modificación al alza de los tipos de interés, si para entonces los tipos de referencia de mercado no han bajado mucho o si han vuelto a subir. Esta consolidación en torno al tema difícil de los tipos mínimos de interés aplicables, que ha constituido la principal preocupación de los países participantes durante los dos últimos años, permitiría que, en futuras reuniones, se puedan tratar otros aspectos que se encuentran actualmente bloqueados (definiciones; integración de sectores, reforzamiento de la disciplina; nuevos miembros, reclasificación de países, etc.).

Como recoge el cuadro n.° 5, desde otro punto de vista, utilizando los datos ya referidos de CESCE, el valor de las operaciones de crédito a la exportación con plazo superior a un año en 1980 se elevó a 104.000 millones de pesetas, lo que significa un 7 por 100 de la exportación total española y un 38 por 100 de la exportación de bienes de equipo en dicho año.

En cuanto al destino del crédito a medio y largo plazo a la exportación, es interesante señalar que un 82 por 100 de la cifra de 1980 se dirigió a países en desarrollo. Del total de operaciones de exportación financiadas con plazo a más de un año, un 58 por 100 tenían como destino Latinoamérica, con financiación a medio y largo plazo.

Ello es coherente tanto con el esfuerzo especial de nuestra política comercial en dicha zona como con el hecho de que dicha área es un normal destino de nuestra exportación de bienes de equipo. Desde otro punto de vista, es interesante analizar los datos basados en estadísticas de CESCE, ya que permiten una distribución del crédito a la exportación a medio y largo plazo. En 1980 al tramo de uno a cinco años correspondió un 26 por 100; un 37 por 100 al tramo de cinco a 8,5 años; un 34 por 100 al tramo de 8,5 a diez años, y un 3 por 100 al tramo de diez a doce años. El plazo medio en 1980 ha sido de siete años, lo que implica un plazo razonable teniendo en cuenta la competencia internacional, los límites establecidos por el Consenso y el fuerte peso que tienen en nuestro caso los países en desarrollo.

La modalidad de medio y largo plazo cuenta con las dos vertientes complementarias de la pre-financiación y financiación propiamente dicha de la exportación. Ambas vertientes son asimismo utilizables tanto en la figura de crédito-proveedor o

vendedor y en la de crédito-comprador.

La figura de crédito-vendedor se estableció en España en 1960, se modificó en 1963 y se encuentra actualmente regulada por el Decreto 1.838/1974, de 27 de junio *(B. O. del E.* de 9 de julio), sobre crédito-proveedor de prefinanciación y a medio y largo plazo para bienes de equipo. A 31 de diciembre de 1980 el crédito vivo correspondiente a esta figura ascendía a 103.000 millones de pesetas, lo que suponía un 39 por 100 del total de crédito a medio y largo plazo. En dicha fecha, el Banco Exterior de España participaba en un 65 por 100 en el crédito vivo de esta figura, mientras que la Banca privada lo hacía en un 35 por 100.

La figura de crédito-comprador se estableció por primera vez en 1972, fue modificada en 1974 y se encuentra actualmente reglamentada por Real Decreto 2.294/1979, de 14 de septiembre *(B. O. del E.* de 4 de octubre). Esta figura ha conocido un espectacular desarrollo desde 1974, en que se hizo operativa, pero existe una excesiva concentración de la misma en el Banco Exterior, que representa el 98 por 100 del crédito vivo a final de 1980. En esta fecha alcanzaba 162.000 millones de pesetas, lo que suponía un 61 por 100 del crédito a medio y largo plazo.

La Orden Ministerial de 12 de noviembre de 1981 *(B. O. del E.* de 16 de noviembre), establece que los tipos de interés aplicables en la figura de crédito-vendedor son fijos e iguales a los mínimos establecidos en el Consenso, variando por países de destino y tramos de crédito: para países relativamente pobres 10 por 100 anual; para países intermedios 10,5 por 100 para créditos de dos a cinco años y 11 por 100 para créditos a más de cinco años; para países relativamente ricos 11 por 100 para créditos de dos a cinco años y 11,25 por 100 para créditos a más de cinco años. En cuanto a crédito-comprador, la citada Orden establece los mismos tipos, pero sólo con el carácter de mínimos.

2. La modalidad de post-financiación a corto plazo está regulada por el Decreto 2.873/1974, de 27 de septiembre *(B. O. del E.* de 12 de octubre), que permite el cómputo en coeficientes de los créditos hasta un plazo normal de un año, aunque, previa autorización, pueden considerarse plazos superiores. El crédito vivo de esta modalidad a 31 de diciembre de 1980 alcanzaba 79.000 millones de pesetas, lo que supone en todo caso un importante aumento, aunque no tanto como el aparente, debido a que en julio de dicho año se llevó a cabo una corrección en un error estadístico entonces observado. El tipo de interés para créditos con plazo normal es el de 10 por 100, mientras que si se llegara a un plazo de dos años entrarían en vigor los mínimos establecidos por el Consenso.

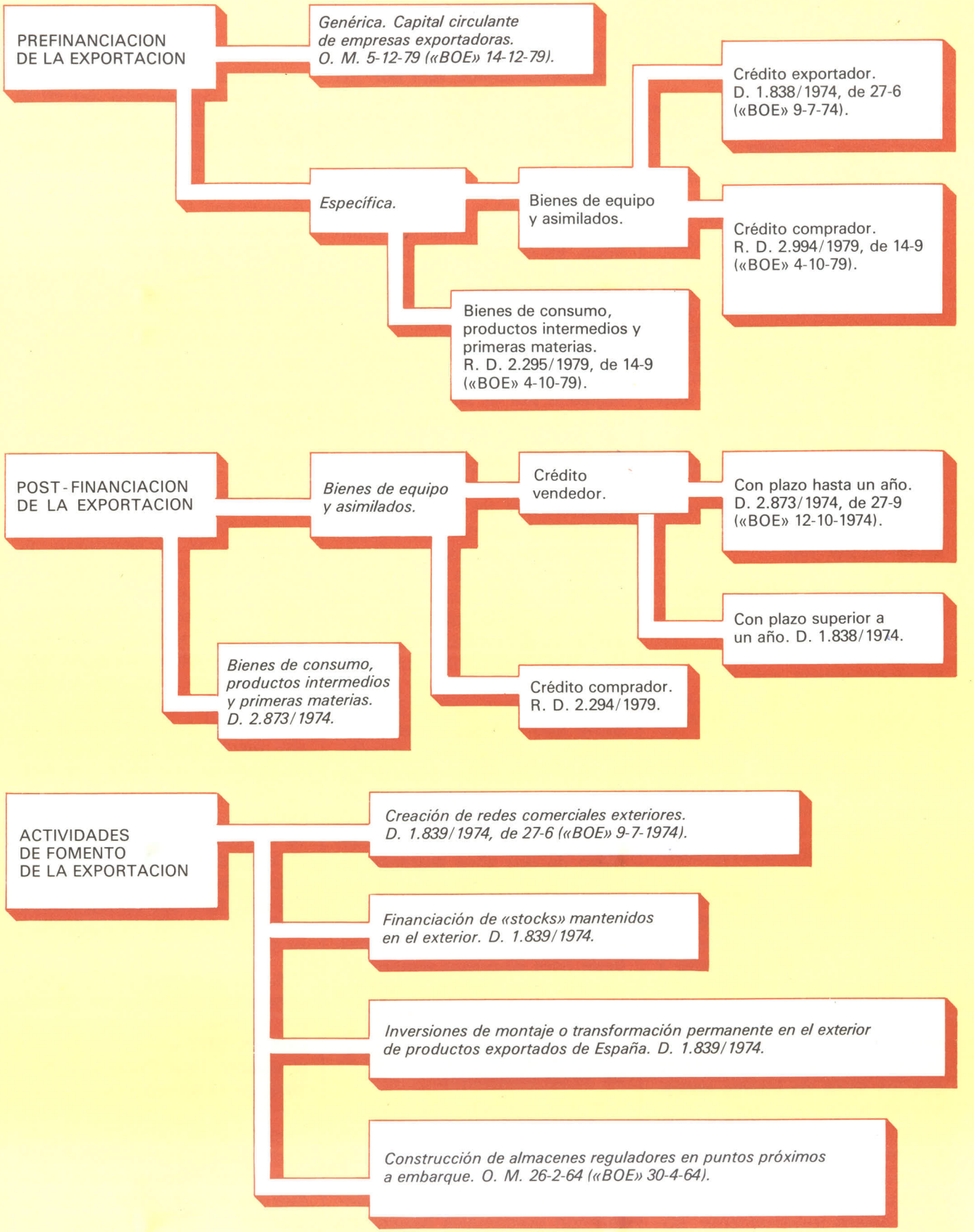
3. El crédito de capital circulante para empresas exportadoras fue introducido en 1963 y se encuentra actualmente regulado por la Orden de 5 de diciembre de 1979 *(B. O. del E.* de 14 de diciembre).

Esta modalidad constituye una financiación genérica de todos los sectores exportadores, con la excepción del capítulo 27 (derivados del petróleo), que cuentan con porcentajes básicos de crédito sobre las exportaciones realizadas en un período anual de referencia anterior del 15,20 y 25 por 100 (30 por 100 calzado), con aumentos de 10 puntos porcentuales para empresas con Carta de Exportador Individual y con tipos bastante más elevados para empresas ordenadas con Carta de Exportador Sectorial. La Orden Ministerial de 19 de noviembre de 1981 *(B. O. del E.* de 21 de noviembre) ha establecido, con carácter general, una reducción proporcional de un 20 por 100 sobre los porcentajes de crédito citados. Por otra parte, esta O. M. hace incompatible esta modalidad con la de prefinanciación en divisas.

El crédito vivo para esta modalidad a 31 de diciembre de 1980 era de 278.000 millones de pesetas, lo que representa el 44 por 100 del total de crédito a la exportación entonces vigente. En esta modalidad participa mayoritariamene la Banca privada con un 69 por 100, mientras que el Banco Exterior lo hace con un 27 por 100 y las Cajas de Ahorros con un 4 por 100. La Orden Ministerial de 17 de enero de 1981 *(B. O. del E.* de 19 de enero) ha incrementado el tipo de interés aplicable a esta modalidad de un 8 a un 10 por 100, tipo que ha mantenido la O. M. de 19 de noviembre de 1981.

4. La modalidad de prefinanciación de bienes de consumo e intermedios fue introducida en 1977 y modificada por el vigente Real Decreto 2.295/1979, de 14 de septiembre *(B. O. del E.* de 4 de octubre). Esta modalidad es incompatible con la de capital circulante, ya que cumple su misma finalidad, aunque en este caso se trata de prefinanciación específica de

CUADRO RESUMEN DE MODALIDADES VIGENTES DE CREDITO A LA EXPORTACION CON APOYO OFICIAL



operaciones concretas de exportación con plazos *standard* de tres o seis meses, según se trate de productos agrícolas o industriales, aunque también pueden ser autorizados casos especiales. Esta modalidad ha pasado de contar con un saldo vivo de aproximadamente 2.000 millones a final de cada uno de los años de 1978 y 79 a un crédito vivo de 8.123 millones a 31 de diciembre de 1980, aunque, pese a este importante aumento, la cifra sigue siendo muy modesta en términos absolutos. El tipo de interés aplicable es del 10 por 100.

5. Las modalidades sobre financiación de inversiones en el exterior relacionadas con fomento de exportación, introducidas en 1965 y reguladas actualmente por Decreto 1.839/1974, de 27 de junio *(B. O. del E.* de 9 de julio), se diferencian en tres figuras destinadas, respectivamente, a la creación de redes comerciales en el exterior, a la financiación anual de *stocks* y a la realización de inversiones de transformación o montaje permanente en el exterior de los productos exportados desde España. Pese a las buenas condiciones que la regulación vigente ofrece para estos tipos de créditos, su utilización ha sido y sigue siendo muy escasa por parte de los exportadores.

Esto mismo podría decirse para la figura de financiación de construcción de almacenes reguladores en puntos próximos a embarque, que fue creada por una Orden comunicada de 1964 y que durante mucho tiempo ha carecido de consignación, ya que esta modalidad era específicamente alimentada por fondos del crédito oficial. En el último año se ha vuelto a dotar con consignación específica a esta modalidad.

IV. PROBLEMAS Y PERSPECTIVAS

1. Parece necesario insistir en el carácter ineludible del crédito a la exportación con apoyo oficial configurado como un circuito privilegiado de financiación. A ello nos obliga el derecho comparado y la necesidad de mantener a nuestros exportadores, especialmente de bienes de equipo, competitivos. En general, la política de fomento de la exportación debe intentar, además de remover obstáculos, igualar las facilidades obtenidas por los principales competidores extranjeros en sus respectivas reglamentaciones internas. En materia de crédito a la exportación, este principio general debe ser llevado a un nivel más concreto, ya que se debe posibilitar a los exportadores españoles la alineación con las condiciones ofertadas por sus competidores extranjeros para operaciones determinadas de exportación. Este aspecto de alineación e igualación implica también completar los créditos comerciales a la exportación con el otorgamiento, cuando sea necesario, de créditos blandos o mixtos, y con la necesidad de promover toda una estructura financiera sofisticada que facilite y apoye la gestión financiera de nuestros exportadores.

No hay duda de que la necesidad de mantener un crédito a la exportación competitivo con apoyo oficial puede implicar un costo, implícito o explícito, elevado para el país, pero dicho costo, que debe ser el necesario, evitando despilfarros, es actualmente inevitable. Piénsese que el nivel actual de subvención que suponen globalmente los sistemas de crédito a la exportación de los 22 países miembros del Consenso se estima en 5.000 millones de dólares al año. Según datos muy recientes, en el último año fiscal el coste para el Tesoro inglés de sólo la bonificación de intereses, que practica en el crédito comercial a la exportación, alcanzó la cifra de 500 millones de libras, lo que supone aproximadamente 100.000 millones de pesetas. No se conoce el costo implícito y explícito para Francia de su sistema de crédito a la exportación, pero hay indicios razonables para pensar que debe ser bastante más elevado que la cifra antes mencionada para Gran Bretaña.

2. Como es casi habitual en el sistema español de crédito a la exportación, y también en otros sistemas, se está produciendo de nuevo actualmente una insuficiencia de las fuentes de los fondos destinados a alimentar el crédito a la exportación.

La Ley 13/1971, de 19 de junio *(B. O. del E.* de 21 de junio), de crédito oficial, sustituye el mecanismo previo de redescuento automático en el Banco de España de los créditos y efectos de exportación por el establecimiento, por una parte, de coeficientes obligatorios de inversión en un principio genérico para la Banca privada y específico para el Banco Exterior, y, por otra parte, por el establecimiento de crédito oficial a la exportación canalizado a través del Banco Exterior de España. En 1977 se estableció un coeficiente específico de crédito a la exportación para la Banca privada al nivel de tres puntos porcentua-

les sobre su pasivo computable y se elevó el nivel del coeficiente específico del Banco Exterior al 30 por 100. En 1978, de acuerdo con lo que ya establecía la Ley de Crédito Oficial, se introdujo un porcentaje específico de un punto porcentual dedicado a la exportación con cargo a los préstamos de regulación especial de las Cajas de Ahorros. En 1979, mediante un acuerdo voluntario, el coeficiente del Banco Exterior se elevó hasta un 32 por 100. En 1980 la Orden Ministerial de 19 de junio de 1980 estableció la posibilidad de sustitución de hasta un 1,20 por 100 del coeficiente de fondos públicos obligatorio para la Banca por créditos a la exportación otorgados en ciertas condiciones. La insuficiencia de fondos del sistema español de crédito a la exportación se está haciendo patente en 1981 debido, por una parte, al mantenimiento de los crecimientos esperados en capital circulante y corto plazo y a un extraordinario aumento en la demanda de crédito a medio y largo plazo.

Aunque todavía sólo se cuenta con datos fragmentarios, se podría predecir un aumento neto en 1981 en el volumen total de crédito a la exportación próximo a 200.000 millones de pesetas, frente a un aumento neto de 146.000 millones de pesetas en 1980 y aumentos netos aproximados de 100.000 millones de pesetas en cada uno de los años de 1977, 78 y 79.

No es fácil interpretar el extraordinario crecimiento de la demanda de crédito a la exportación que se ha observado en 1980 y que se está observando en 1981 y que puede continuar en los próximos años o bien, como sucedió en los tres años anteriores, mantenerse durante algún tiempo estancado en cifras análogas a las que se obtengan en 1981. En todo caso, no existe ni es recomendable una solución única para hacer frente a la actual insuficiencia de fondos de nuestro sistema vigente de crédito a la exportación, sino que deberán considerarse y adoptarse, en su caso, diversas y simultáneas posibles soluciones, tanto del lado de la demanda de crédito (necesidades) como de la oferta (fuentes). Por otra parte, no parece posible ni deseable por ahora, suspender o reducir el nivel actual de los coeficientes específicos de crédito a la exportación de la Banca privada, Cajas de Ahorros y Banco Exterior de España.

3. Desde el lado de la demanda parece que debería procederse a considerar la supresión gradual, iniciada por la O. M. de 19 de noviembre de 1981, de la modalidad de crédito para capital circulante. Su reducción y desaparición final podría llevarse a cabo en cuatro o cinco años, con reducciones proporcionales del 25 ó 20 por 100 anual en los porcentajes de crédito vigentes actualmente aplicables. Esta modalidad, que ha sido ágil y operativa y que sin duda ha estado justificada en el pasado para prefinanciar la exportación, hoy lo parece menos ya que, por una parte, se ha producido una generalización excesiva a todos los sectores exportadores, y, por otra, su filosofía inicial de apoyar a las industrias exportadoras nacientes ha sido ya conseguida en gran parte.

La supresión gradual de esta modalidad mejoraría inmediatamente el problema de la insuficiencia de fondos, permitiendo que fondos escasos que tienen que alimentar un circuito privilegiado inevitable de financiación se destinen prioritariamente a la financiación de la exportación propiamente dicha y especialmente al crédito a medio y largo plazo para bienes de equipo. Aunque sólo sea para indicar un orden de magnitud, tiene interés citar que en una primera proyección realizada para el crédito a la exportación en 1982, se cuantificaba la reducción lineal proporcional del 20 por 100 en los porcentajes vigentes de cuantía del crédito en una disminución de 13.500 millones de pesetas, frente a un aumento neto de 67.700 millones de pesetas que se produciría en otro caso. Es decir, la reducción provocaría una disminución en las necesidades de crédito a la exportación en 1982, aproximadamente, de 81.000 millones de pesetas.

4. Parece deseable que el crédito oficial a la exportación (COE) obtenga una mayor prioridad dentro del crédito oficial y que, por otra parte, dada la dificultad para llevar a cabo previsiones en crédito a la exportación y la necesidad de que el COE actúe como fuente residual, se produzca una mayor flexibilidad en la posible modificación de los recursos que anualmente se destinen al crédito a la exportación, regulando adecuadamente la devolución por el crédito oficial de los anticipos transitorios de tesorería facilitados por el Banco de España.

En 1978 el COE ha supuesto 40.000 millones de pesetas, mientras que en cada uno de los años de 1979 y 80 el crédito oficial contribuía con 50.000 millones de pesetas a la financiación de la exportación.

5. Parece conveniente que se produzca una mayor diversificación institucional en nues-

tro sistema de crédito a la exportación y, en todo caso, una mayor participación de la Banca privada, especialmente en la financiación a medio y largo plazo de la exportación. Con ello se evitaría una excesiva concentración del crédito a la exportación en el Banco Exterior de España, aunque éste debe continuar siendo una pieza central del sistema. Como argumento para apoyar esta mayor participación de la Banca privada se puede aludir, por una parte, a que su capacidad de gestión, información y red exterior pueden servir útilmente para apoyar y conceder asistencia financiera global a los exportadores españoles. Además de ello, la mayor participación de la Banca debe constituir un mayor aporte de fondos, aliviando la presión excesiva sobre los fondos oficiales.

6. La Orden Ministerial de 19 de junio de 1980 establece una interesante facilidad financiera, permitiendo a la Banca privada la sustitución de fondos públicos por ciertos créditos a la exportación. Con ello se intenta dar entrada a la Banca privada en la financiación de la exportación española de bienes de equipo. Asimismo la Orden constituye una especie de prueba de la voluntad declarada de la Banca privada de participar en la financiación propiamente dicha de la exportación, en vez de concentrar sus esfuerzos en la modalidad de crédito para capital circulante. La evolución de la nueva facilidad establecida por la Orden Ministerial de 19 de junio de 1980, puede considerarse, en principio, satisfactoria. Dada la novedad del mecanismo, la Banca privada ha tardado algún tiempo en utilizarlo, pero más recientemente se ha intensificado su utilización. Hasta diciembre de 1980 la Banca sólo estaba utilizando aproximadamente un 27 por 100 del techo máximo mensual establecido por el Banco de España en su Circular número 193, de 27 de junio de 1980. No obstante, de acuerdo con los últimos datos disponibles, la Banca privada está utilizando ya un 40 por 100 del techo máximo mensual correspondiente. Además, lo que es aún más importante, se conoce la voluntad decidida de los grandes Bancos de hacer un uso cada vez más importante de esta nueva facilidad.

Sin embargo, pese a la evolución general satisfactoria, da la impresión de que la Banca privada estaba concentrando la utilización de la nueva facilidad en créditos para bienes de equipo o asimilados, pero sólo de prefinanciación o con plazos de post-financiación lo más breves posibles. Parece que no se estaba produciendo la sustitución deseable de créditos, no ya a largo plazo, sino tampoco a medio plazo otorgados por el Banco Exterior. A este efecto es importante destacar que en el proyecto inicial se proponía que la facilidad se limitara a la financiación de nuevas operaciones de exportación de bienes de equipo con plazo de pago igual o superior a dos años, con objeto de obtener una cierta garantía de que la Banca privada entraría al menos en la financiación a medio plazo de la exportación.

La experiencia obtenida ha aconsejado dictar la Orden Ministerial de 31 de agosto de 1981, que introduce ciertas correcciones en la facilidad especial establecida por la Orden Ministerial de 19 de junio de 1980. Dado el deseo de la Banca de aumentar el porcentaje de sustitución de fondos públicos por créditos a la exportación, se ha consolidado el aumento total del porcentaje de la facilidad a 1,20 puntos, que puede llegar hasta 1,50 en ciertos casos. No obstante, como contrapartida de dicho aumento, se propone que 0,80 puntos puedan ser destinados a la financiación de exportaciones de bienes de equipo, de acuerdo con lo que ya establecía la Orden Ministerial de 19 de junio de 1980, y 0,40 puntos adicionales sean destinados exclusivamente a operaciones de exportación de bienes de equipo con plazo igual o superior a dos años. Asimismo en la nueva regulación se ha mantenido el carácter experimental y abierto que ya establecía la Orden Ministerial de 19 de junio de 1980.

7. Tal vez haya que plantearse, al igual que se hace con otras actividades prioritarias, la posibilidad de subvencionar directamente con cargo al Tesoro el tipo de interés del crédito a la exportación. Esta subvención, que podría extenderse a la Banca privada y al Banco Exterior, podría ser adicional al mantenimiento de los actuales coeficientes y limitarse, por otra parte, a créditos a medio o largo plazo.

Como variante, se podría pensar en que los Bancos obtuvieran recursos para financiar la exportación de bienes de equipo mediante la emisión de bonos a medio y largo plazo en el mercado interior de renta fija. A esta emisión de bonos se le podría otorgar algún apoyo oficial, con lo que la posiblemente necesaria subvención directa de intereses se vería minorada. Este apoyo podría condicionarse o no a la formación de un fondo

común por las entidades participantes.

8. Aunque el nivel actual de los tipos internacionales de interés la haga, por el momento, poco atractiva, la financiación a medio y largo plazo en divisas de operaciones de exportación denominadas en divisas, tanto por parte del Banco Exterior de España como de la Banca privada, podría constituir una fuente adicional de fondos que aliviaría la presión que el crédito a la exportación ejerce sobre los recursos interiores. Ello plantea el problema previo, que exige una solución positiva, de que CESCE pueda otorgar cobertura en divisas o que se comprometa a indemnizar en pesetas al tipo de cambio del momento y no al establecido en la póliza. Por otra parte, la financiación en divisas exigirá, para ser operativa, la subvención de la diferencia de intereses entre el tipo, normalmente variable, al que el Banco tome los fondos en el exterior y el tipo fijo que cargue al exportador español o comprador extranjero, que en este caso tendrá que estar, para ser competitivo, cerca de los niveles mínimos fijados por el Consenso.

9. Nuestro ingreso en la CEE en cuanto se refiere al comercio intracomunitario, o tal vez ante una decisión del Consenso de suprimir cualquier subsidio (explícito o implícito) del tipo de interés para operaciones con destino a países relativamente ricos, pueden provocar la necesidad de encontrar una solución viable al otorgamiento de crédito a la exportación para estos destinos. Cuantitativamente el problema no es grave, puesto que actualmente sólo un 2 por 100, aunque con tendencia creciente, del crédito a la exportación a medio y largo plazo se dirige a los países industrializados. La respuesta a este problema podría venir dada por la formación de un fondo o consorcio especial análogo al previamente referido pero sin apoyo oficial de tipo financiero, aunque no hay inconveniente para que las operaciones correspondientes pudieran ser objeto de apoyo a través de la cobertura por el seguro de crédito (caso de cobertura pura).

V. CONCLUSIONES

1. Pese a su elevado coste, implícito o explícito, es ineludible mantener un sistema de crédito a la exportación con apoyo oficial. No se trata de innovar, sino simplemente de intentar igualar el apoyo oficial que reciben los principales competidores extranjeros de nuestros exportadores en sus países respectivos.

2. El inevitable apoyo financiero oficial a la exportación, tanto vía crédito como vía seguro de crédito, debe ser ágil y competitivo, pero evitando despilfarros innecesarios. El apoyo oficial debe ser cada vez más selectivo. Por otra parte, España debe continuar apoyando activamente los esfuerzos internacionales realizados en el seno del Consenso OCDE para racionalizar el apoyo oficial y evitar, o al menos limitar, la carrera del crédito a la exportación.

3. Una vez más se está poniendo de manifiesto la insuficiencia de las fuentes actuales de fondos del crédito a la exportación. La situación actual exige, en primer lugar, mantener los actuales coeficientes específicos de exportación de inversión obligatoria para Banca privada, Cajas de Ahorros y Banco Exterior de España. No obstante, adicionalmente pueden y deben considerarse diversas y simultáneas posibles soluciones tanto del lado de la demanda de crédito como de la oferta.

4. Parece adecuado que se proceda a una supresión gradual, con calendario, de la modalidad de crédito para capital circulante.

5. El Crédito Oficial a la Exportación (COE) debe ser objeto de una mayor prioridad dentro del crédito oficial. Por otra parte, convendría establecer un sistema flexible que permita la ampliación de las dotaciones del COE dentro de un año determinado para obviar las dificultades de proyectar con aproximación razonable las necesidades de crédito a la exportación. El recurso al Banco de España sólo debe tener carácter transitorio con reposición oportuna de fondos.

6. Se debe continuar experimentando con la reciente facilidad establecida para la sustitución por la Banca privada de fondos públicos por crédito a la exportación en ciertas condiciones.

7. Con ciertas limitaciones, y sólo para financiar la exportación de bienes de equipo a medio o largo plazo, se podría pensar en la subvención directa de los tipos de interés. Esta posibilidad podría combinarse con la emisión especial de bonos a medio y largo plazo por parte de las entidades financiadoras de la exportación, con constitución o no de un fondo común.

8. Aunque el momento actual no sea el más apropiado, se debe continuar estudiando la financiación en divisas de operaciones de exportación a medio y largo plazo.

LAS SOCIEDADES DE GARANTIA RECIPROCA Y EL SEGUNDO AVAL

Mariano Carmelo González Grimaldo analiza, después de una somera introducción que sitúa la problemática de las pequeñas y medianas empresas en España, el funcionamiento de las Sociedades de Garantía Recíproca en relación con la reciente constitución de la Sociedad Mixta del Segundo Aval del Estado, creada a fin de impulsar y favorecer la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

Hace además un análisis pormenorizado de la relación entre las Sociedades de Garantía Recíproca y Sociedad Mixta, a la vez que analiza algunos problemas de ésta que pueden dificultar su funcionamiento y, por lo tanto, obstaculizar el cumplimiento de algunos de sus objetivos, si bien manifiesta una opinión claramente favorable, no sólo a la creación de esa sociedad, sino a su propia dinámica, en la confianza de que, incluso con algunas limitaciones, la Sociedad Mixta del Segundo Aval va a constituir un elemento muy importante en relación con la financiación de las pequeñas y medianas empresas, que es tanto como decir con su inversión, con todos los positivos efectos que ello tendrá en la economía.

I. LAS SOCIEDADES DE GARANTIA RECIPROCA Y SU INTRODUCCION EN ESPAÑA

ES conocido que la figura de las Sociedades de Garantía Recíproca llega a España tardíamente, al menos si consideramos la situación de países como Francia que hace ya varias décadas aceptaron las «cajas de garantía mutual» como apoyo a las pequeñas y medianas empresas a fin de facilitar su financiación a través de un sistema de garantía mutua.

Las Sociedades de Garantía Recíproca se han introducido en nuestro país, por otra parte, en una situación económica difícil para su expansión aunque, todo hay que decirlo, quizás en un momento adecuado en el que la evolución de la economía, al dar lugar a cambios estructurales, pone en evidencia la complejidad del entramado social y económico y la imposibilidad de que el empresario pequeño y mediano pueda abordar, en solitario e individualmente, la solución de todos los problemas que lleva aneja la financiación de su empresa.

España ha seguido en este punto un cierto mimetismo respecto a las experiencias de otros países, inspirándose directa, aunque no plenamente, en la situación de nuestros vecinos franceses. Esto no es en sí mismo reprobable, ya que lo importante es que sepamos aplicar lo que ya está en práctica en otros países y ha demostrado su eficacia, aunque conviene dejar constancia del hecho a fin de que conozcamos los más próximos orígenes de nuestras instituciones.

Hay una relativa unanimidad en aceptar que la pequeña y mediana empresa es la urdimbre más extensa y segura de todo el tejido económico y aunque no es éste lugar ni momento de verificar la certeza de tal afirmación con datos estadísticos ya que es una cuestión pacífica, sí lo es de hacer algunas consideraciones al respecto.

Ha habido una época próxima, por lo demás, en la que, deslumbrados por prácticas económicas al uso de otros países, desenfocados por una evolución económica positiva y brillante en la que las empresas pequeñas, medianas o grandes, bien o mal estructuradas, vendían cuanto producían y ganaban dinero, no se reparó en la verdadera importancia de la pequeña y mediana empresa y me parece que no es temerario afirmar que quedó incluso relegada por la política económica practicada desde el Gobierno, al considerar que lo verdaderamente importante era la potenciación de las grandes, con instalaciones repartidas por todo el territorio nacional o incluso por otros países y vinculadas a otras empresas o grupos financieros prepotentes de carácter nacional o multinacional. Era un signo de los tiempos, ya que se confiaba, quizás no sin cierta razón, en una permanente expansión. Piénsese, para comprobar esta afirmación, en las fusiones de

empresas que se estimulaban por la Administración, en la convicción de que con ello se facilitaba una introducción y acercamiento al mercado mundial o al mercado interregional europeo, lo que facilitaría a la empresa española situarse en condiciones de competencia con algunas de las grandes empresas internacionales de países de nuestra área geográfica.

Ha bastado una crisis de las dimensiones y duración de la iniciada en 1973, aún no concluida, para demostrar, si no la falsedad de aquel planteamiento que quizás pudiera ser válido en una economía en permanente situación de prosperidad, sí que la gran empresa no siempre constituye el mejor y más seguro soporte en una economía industrial avanzada.

Son precisamente las grandes empresas siderúrgicas, navales, textiles, químicas, automovilísticas, etc., las que sufren la crisis, las que en mayor medida evidencian sus defectos estructurales, sus carencias financieras, sus vacíos tecnológicos, sus excesos de plantilla, etc., y precisamente para hacer frente a la crítica situación, por la que atraviesan tales empresas, toda la sociedad, y la Administración en su nombre, instituye un conjunto de medidas que, en unos casos tienden a la salvación de la gran empresa, en otros a su lánguida supervivencia y, en el mejor de los casos, a su adecuación a la nueva realidad.

Ello no quiere decir que la pequeña y mediana empresa no sea también víctima de la situación económica por la que atravesamos; también las pequeñas y medianas empresas han sido «cogidas» por lo que tópicamente llamamos crisis económica. También hay pequeñas y medianas empresas implicadas en planes de reconversión y reestructuración, pero es evidente que siendo el número de empresas medianas y pequeñas mucho mayor que el de las grandes, el porcentaje de las afectadas resulta menor, aunque también ha de significarse que las pequeñas y medianas empresas, con sus deficiencias, pero también con el valor de sus empresarios y trabajadores, están en mejores condiciones de sobreponerse a las circunstancias adversas, de tal forma que el soporte que la sociedad ha de prestarles siempre es menor, cuantitativa y cualitativamente, que el que supone el hacerlo para la gran empresa. Pues bien, en este contexto de crisis aparecen en España las Sociedades de Garantía Recíproca como medios para intentar hallar una solución válida al endémico problema que oprime a las pequeñas y medianas empresas, y que se agudiza en las situaciones adversas: la insuficiencia de garantías a la hora de acudir a las entidades de crédito para obtener su financiación.

El tema crucial es, por lo tanto, el de cómo ayudar al financiamiento de la pequeña y mediana empresa en el sistema.

II. LAS SOCIEDADES DE GARANTIA RECIPROCA Y LA SOCIEDAD MIXTA DE SEGUNDO AVAL

Aceptadas en nuestro ordenamiento jurídico las Sociedades de Garantía Recíproca, después de un largo período de gestación en el que hubo que superar no sólo cierta incomprensión por parte de la Administración Pública sino una lógica resistencia a la aceptación de una figura totalmente nueva, que rompía los más elementales esquemas de nuestro ordenamiento jurídico (y baste poner como ejemplo de ello el hecho de que este tipo de sociedades tiene un capital variable), se puso en evidencia que, pese a sus ventajas, estas sociedades no resultan ser instrumentos totalmente eficaces para la consecución del objetivo básico que determinó su creación, lo que no supone descalificación respecto de su objeto, sino reconocimiento de sus propias limitaciones.

Era necesario que, con independencia de su propia dinámica de funcionamiento, se crease un nuevo instrumento que cerrara el ciclo que suponía la introducción de las Sociedades de Garantía Recíproca en orden a la posibilidad de que el crédito pueda llegar con una relativa inmediatividad al pequeño y mediano empresario, ofreciendo las garantías suficientes para la formalización de la operación.

Ese paso ulterior es el Segundo Aval del Estado, bien aplicado en forma directa, bien instrumentado a través de una figura interpuesta, como significa, en el caso español, la Sociedad Mixta de Segundo Aval.

Si, tal y como se ha señalado anteriormente, la Sociedad de Garantía Recíproca representaba una ruptura de los esquemas ordinarios aplicables a nuestras sociedades y, por tanto, la Administración se resistía a regular tal tipo de entidades, piénsese en el esfuerzo que ha sido necesario realizar para que todos aceptemos que el Estado

pueda estar presente como avalista, directa o indirectamente, en operaciones de naturaleza privada en las que el interés público no resulta directa ni indirectamente afectado.

Antes de continuar con la exposición de la materia, queremos formular una breve advertencia. Estamos insistiendo en el uso de una terminología que, en nuestra opinión, resulta imprecisa en relación con nuestro ordenamiento jurídico. Es cierto que, a través del Real Decreto de 24 de octubre de 1980, nuestra legislación admite la denominación de Segundo Aval para aquellas garantías ofrecidas por el Estado de forma directa a las operaciones de crédito suscritas en el ámbito estrictamente privado por las Sociedades de Garantía Recíproca, pero no es menos cierto que la calificación de esta institución es, al menos en nuestra opinión, la subfianza. Y tan es así que el Real Decreto 874/1980, de 10 de abril, por el que se crea la Sociedad Mixta de Segundo Aval recoge los principios básicos del contrato de fianza tal y como se regula en el artículo 1.822 y siguientes del Código Civil, determinando en su artículo 3.° la cuantía de la indemnización que cubre los posibles fallidos o riesgos a los que alcanza la operación de la Sociedad Mixta. Pues bien, formulada esta precisión técnica, es necesario aclarar que el aval otorgado por la Sociedad Mixta de Segundo Aval se introdujo en España por el Real Decreto de 24 de octubre de 1980, ya citado, que por su naturaleza estrictamente habilitante requería una serie de operaciones de materialización que no se llevarán a cabo en ningún caso.

Aquel Real Decreto señaló que el Estado «podrá avalar a las Sociedades de Garantía Recíproca... en cuanto a los créditos que concierten en el interior dichas sociedades... y por un importe máximo de 8.000 millones de pesetas». Este otorgamiento era de naturaleza discrecional y su aplicación se había de regular, aun cuando la norma no lo expresara, por los principios del contrato de fianza, tal y como se contienen en el Código Civil.

El Real Decreto no fue aplicado nunca, y difícilmente podría haberse hecho si tenemos en cuenta que se preveía su aplicación directa por el Ministerio de Hacienda, dentro del límite de avales que para cada sociedad fijara una Comisión en la que estarían presentes los representantes de diversos departamentos ministeriales, así como las propias Sociedades de Garantía Recíproca, y teniendo en cuenta la vigencia temporal de la propia Ley de Presupuestos que condicionaba su aplicación material.

La regulación contenida en aquella norma quedó sustituida por lo establecido en el artículo 23 de la Ley 74/1980, de 29 de diciembre, sobre Presupuestos Generales del Estado para 1981, que establece una autorización al Instituto de Crédito Oficial y entidades de él dependientes para garantizar, directamente o a través de una Sociedad Mixta con mayoría de capital público y por un importe máximo de 8.000 millones de pesetas, a las Sociedades de Garantía Recíproca por las operaciones de crédito avaladas por ellas y que sean concertadas en el interior por las pequeñas y medianas empresas, socios partícipes de las mismas. Todo ello durante el ejercicio presupuestario correspondiente al ámbito temporal de vigencia de la Ley.

La Ley de Presupuestos abría dos posibilidades respecto a la instrumentación de la garantía del Estado a las operaciones avaladas por las Sociedades de Garantía Recíproca. O bien se realizaba en forma directa por el Instituto de Crédito Oficial o sus entidades dependientes, es decir por los Bancos oficiales sometidos a la tutela de dicho Instituto, o bien se optaba por la creación de una sociedad que, constituida mayoritariamente con capital público, nabría de respaldar, con la Garantía del Tesoro Público, en los términos que más adelante se precisarán, aquellas mismas operaciones realizadas por las Sociedades de Garantía Recíproca, siempre y cuando se tratara o se trate de operaciones concertadas en el interior y cuyos sujetos sean las pequeñas y medianas empresas.

La opción escogida ha sido la de crear una sociedad porque, a mi juicio con buen criterio, se ha desechado la hipótesis de una garantía directa por parte del ICO y de los Bancos oficiales, cuanto más por el propio Estado y su personificación, la Administración pública, dadas las dificultades de instrumentación de tal garantía mediante este sistema.

La exposición de motivos del Real Decreto por el que se crea la Sociedad Mixta de Segundo Aval, de 10 de abril de 1981, es clarificadora respecto de las razones que han aconsejado la elección de este sistema.

En efecto, este tipo de sociedad permite que, a través de la técnica del Derecho Privado, sea posible la consecución de una gestión mejor, más acomodada

al propio esquema de funcionamiento de las Sociedades de Garantía Recíproca y de las pequeñas y medianas empresas, así como de las instituciones financieras que facilitan la financiación a aquéllas.

Conviene recordar a este respecto que la Sociedad Mixta se constituye de esta forma en un instrumento importante de la acción del Estado en relación con las pequeñas y medianas empresas, complementaria de la que el propio Estado realiza de forma más directa sobre las grandes empresas. Por otra parte, la creación de la Sociedad Mixta va a generar una dinámica en relación con este tema que previsiblemente puede determinar, de una parte, un aumento en la capacidad de generación de garantías más allá de los límites que señale la Ley de Presupuestos de cada año como aval del Estado, y de otra su previsible, o posible al menos, independización de esa misma garantía estatal una vez se consolide su situación y se afiance su presencia en la vida financiera.

Nos interesa ahora destacar algunos puntos totalmente nuevos respecto de la mecánica operativa de esta sociedad, ya constituida, en relación con las operaciones que ha de garantizar. De estos puntos resalta, en nuestra opinión, la adjudicación a las Sociedades de Garantía Recíproca de los «cupos de avales» que permiten a éstas la atribución de la garantía de la Sociedad Mixta a aquellas operaciones que, reuniendo las características objetivas y subjetivas a que se refieren el Real Decreto de 10 de abril de 1981 y la Orden de 8 de septiembre del mismo año, consideren más aptas dentro de la política que siga cada sociedad.

Ha de reconocerse que, en este punto, el paso dado por el legislador ha sido destacadamente importante. Podría haberse acudido a un sistema pretendidamente más ortodoxo cual sería el de que la Sociedad Mixta analizase, caso por caso, cada supuesto que las Sociedades de Garantía Recíproca le presentaran para la aplicación de la correspondiente garantía; sin embargo este sistema ofrecía indudables inconvenientes por lo que implicaba de dificultad en la gestión, complicando la agilidad operativa que se pretende alcanzar para la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

En nuestra opinión, éste es uno de los puntos más destacados de la regulación contenida en el Real Decreto de 10 de abril de 1981, por lo que comporta como paso hacia adelante y muestra de confianza en los mecanismos de funcionamiento de las Sociedades de Garantía Recíproca. Piénsese que toda la agilidad que puede conseguirse en la obtención de un crédito ante un Banco o Caja de Ahorros podía haber quedado considerablemente limitada si hubiera habido que someter el análisis de cada operación a la consideración de la Sociedad Mixta.

Por otra parte, ello hubiera significado la creación de una sociedad que, por supervisora de las operaciones de cada SGR, hubiera sido un elemento de burocratización que al final diluiría y haría perder justificación a su propia creación.

Si la concepción de la Sociedad Mixta hubiera sido otra, es evidente que los entorpecimientos burocráticos, junto al recelo con que se introducen las novedades legislativas en nuestro país, hubiera dificultado, o incluso impedido, el ágil funcionamiento de una sociedad que ha sido concebida precisamente para la consecución de un fin bien distinto.

Muy al contrario de esa opción burocrática, el legislador ha formulado un planteamiento nuevo, no exento de riesgos, pero que permite, por la atribución de esos cupos de avales a las SGR, que éstas imputen a esos cupos aquellas operaciones concretas que, dentro de los límites a que ya se ha hecho alusión genéricamente y que se analizarán, constituyan a juicio de las SGR operaciones merecedoras del aval de la Sociedad Mixta.

Ya hemos señalado que esta mecánica operativa comporta riesgos para la Sociedad Mixta, pero la generación de confianza que ello significa, la facilidad de acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas y, por lo tanto, la potenciación de sus inversiones, con todas sus posibles secuelas, compensarán suficientemente aquellos riesgos que, por otra parte, podrán ser ponderados por la propia sociedad en razón a un relativo ámbito discrecional de actuación en el otorgamiento de esos cupos y algunas pequeñas cautelas que el legislador ha reservado a la sociedad.

Anticipábamos que era preciso analizar las características objetivas y subjetivas que han de concurrir en las operaciones y en los beneficiarios del aval otorgado por la Sociedad Mixta, pero antes vamos a examinar los requisitos que han de concurrir en las Sociedades de Garantía Recíproca para que

puedan tener acceso al otorgamiento de los cupos de avales por la Sociedad Mixta.

Ha de precisarse que la concurrencia de los requisitos en una SGR no constituye un derecho subjetivo perfecto para obtener la adjudicación de ese cupo de avales, por cuanto que, en este punto, la Sociedad Mixta goza de discrecionalidad para su otorgamiento. En efecto, el artículo 4.° del Real Decreto señala que la concesión de aquellos cupos se efectuará «en función de los criterios de riesgo habituales en las instituciones de crédito, exigiendo para ello las garantías que considere suficientes y en los términos establecidos en el presente Real Decreto y demás disposiciones vigentes que sean de aplicación».

Quiere decirse que, en nuestra opinión, en este ámbito la Sociedad Mixta tiene una mecánica operativa amplia, no limitada a la mera verificación de que, por parte de las Sociedades de Garantía Recíproca solicitantes, se cumplan unas condiciones subjetivas, tal y como se manifestó anteriormente. La Sociedad Mixta es libre de negar a una determinada SGR el otorgamiento de un cupo de avales, y lo es porque puede ponderar cuál sea la capacidad de las SGR, en función del criterio del «riesgo habitual en las instituciones de crédito» o bien que falten garantías suficientes por parte de la entidad solicitante o bien por la concurrencia de circunstancias derivadas de la anterior relación entre SGR y Sociedad Mixta, que determinen una negativa de esa Sociedad Mixta a hacer partícipe a la entidad solicitante de los beneficios del otorgamiento de su cupo de avales.

Cabría interpretar que, sin embargo, tal capacidad discrecional de otorgamiento ha de venir limitada por lo determinado en cuanto a la concurrencia de requisitos objetivos y subjetivos de las empresas beneficiarias y sus operaciones en el artículo 6.°, y ello por razón de la invocación que el Real Decreto hace respecto al contenido de la propia norma o a lo que establezcan otras disposiciones, mas ello sólo puede ser aceptado como válido en relación con el concreto mecanismo de aceptación a que se refiere la norma 3.ª de la Orden de 8 de septiembre de 1981, y, por lo tanto, queda al margen de esta primera fase en la que la Sociedad Mixta distribuye sus avales de forma global entre las Sociedades de Garantía Recíproca para que sean éstas las que concreten las operaciones a las que las han de aplicar, siempre que éstas reúnan las características que señala el artículo 6.° del Real Decreto y que las operaciones sean aceptadas por la Sociedad Mixta en los términos que oportunamente se verán.

Entramos así en la segunda parte de la mecánica operativa que estamos analizando y que nos ha permitido ya sentar un primer principio: la total discrecionalidad de la Sociedad Mixta en la concesión u otorgamiento de los cupos de avales a las Sociedades de Garantía Recíproca, no mediatizada tal decisión por la concurrencia de ninguna condición subjetiva u objetiva.

Las Sociedades de Garantía Recíproca, a las que el legislador ha otorgado un alto grado de confianza al permitirles la administración de los cupos de avales otorgados, pueden afectar éstos a una serie de operaciones siempre que tales operaciones reúnan una serie de condiciones referidas tanto al contenido de éstas como a las empresas beneficiarias, y que se contemplan en el artículo 6.°

En cuanto a las empresas beneficiarias, han de tener suscritas un número de cuotas equivalentes al 4 por 100 del crédito avalado, tener desembolsadas en su totalidad las cuotas sociales de las Sociedades de Garantía Recíproca, no tener avaladas operaciones de crédito por importe superior al 2,5 por 100 del total de su capacidad de aval y que, cuando la empresa posea representación en el Consejo de la Sociedad de Garantía Recíproca, el importe del Segundo Aval no supere el 5 por 100 del cupo total otorgado a la Sociedad; en cuanto a las operaciones, la cuantía máxima de las deudas garantizables por el Segundo Aval no puede exceder, por operación, de 15 millones de pesetas, y el plazo de las mismas no podrá exceder de doce años, ni ser inferior a dieciocho meses.

Dando por supuesto que las Sociedades de Garantía Recíproca cumplen los objetivos de las disposiciones vigentes, analizando las operaciones que le sometan los empresarios a fin de avalar a sus empresas miembros en sus operaciones, es preciso que la SGR comunique a la Sociedad Mixta la atribución en concreto del Segundo Aval a una operación, debiendo entonces la Sociedad Mixta hacer constar su aceptación, para lo que cuenta con dos criterios limitativos. De una parte, un estricto plazo de siete días para rechazar la operación, y, de otra, que la operación no se ajuste en cuanto a las condiciones objetivas o subjetivas del

artículo 6.°, anteriormente expuesto.

Para cerrar este análisis sobre la materialización del Segundo Aval, ha de decirse que la operación requiere su documentación escrita por medio de una diligencia extendida por la propia Sociedad Mixta.

Al llegar a este punto es oportuno que volvamos a analizar el alcance que pueden tener los reparos a que se refiere la Orden Ministerial, sobre la base de que, si bien ésta hace referencia únicamente al incumplimiento de los requisitos formales del artículo 6.° del Real Decreto, sin embargo el carácter finalista del Segundo Aval parece que permite que, en determinadas circunstancias, una operación determinada pueda ser rechazada en función del análisis que la sociedad realice sobre la concurrencia o no de riesgos según los criterios gerales que las instituciones de crédito tienen en cuenta. Quiere decirse con ello que pudiera entenderse que el estricto y literal cumplimiento de condiciones objetivas y subjetivas no da lugar, de forma automática, a la aplicación de la garantía si la Sociedad Mixta considera que el riesgo de la operacion puede desbordar los que son «habituales», y con ello no se está estableciendo un criterio restrictivo respecto del funcionamiento de la Sociedad Mixta en relación con las operaciones concretas de las Sociedades de Garantía Recíproca, sino la posibilidad de una mecánica de defensa de la Sociedad frente a posibles operaciones en las que no se haya valorado suficientemente ese factor de riesgo.

Y es lógico que así sea porque, en definitiva, una sociedad que va a responder de los fallidos que derivan del riesgo inherente a una operación, no puede quedar totalmente condicionada en la aplicación de la garantía por una interpretación estricta que la convierta en una mera oficina anotadora de las operaciones que afianza, imposibilitando un dinamismo de actuación que es la esencia misma de su objeto social. Es evidente que la operación garantizada con el Segundo Aval puede fallar y puede dar lugar a que entren en juego los mecanismos de garantías previstos para hacer frente a las deudas derivadas de ese fallido. En este punto el legislador, según ya se indicó, ha utilizado la técnica de la fianza, regulada en el artículo 1.822 y siguientes del Código Civil, limitando el pago de la indemnización a un 75 por 100 de la garantía otorgada por la Sociedad de Garantía Recíproca, sin que dicha indemnización cubra importes que no sean del principal, quedando por tanto excluidos los gastos, los intereses, los daños o los perjuicios.

¿Cuál es la razón fundamental de esta limitación? A nuestro juicio el legislador ha sido consciente de que, si no se acotaba el alcance de la indemnización podía suceder que nos situáramos ante unas indemnizaciones imprevisibles en su cuantía, y ello desbordaría las propias previsiones financieras de la Sociedad Mixta y, por supuesto, el montante de lo que el Estado garantiza a través de la cifra de avales señalada en la ley de Presupuestos. Creemos por tanto que la precisión del Real Decreto es imprescindible.

Aún existen otras consideraciones importantes respecto a las relaciones que las Sociedades de Garantía Recíproca tienen con la Sociedad Mixta y que también han sido objeto de regulación, tal y como se previene en la Orden de 8 de septiembre de 1981. Básicamente se trata de concretar en qué forma, cuándo y de qué manera responde la Sociedad Mixta frente a las faltas de pago del deudor garantizado, cuando la Sociedad de Garantía Recíproca, a su vez, incumpla su obligación de pago como avalista. No hay que olvidar que la relación Sociedad Mixta-Sociedad de Garantía Recíproca presupone una relación a tres, es decir, que establecida la correspondiente relación contractual de tipo sinalagmático entre la entidad financiera y el pequeño empresario, éste solicita de la SGR el aval para su operación y ésta, a su vez, imputa esa operación, se entiende que no todas sino solamente algunas, al cupo de avales que la Sociedad Mixta le otorga, con lo que resulta que el fallido llega a la Sociedad Mixta sólo cuando el deudor y el primer avalista no pueden hacer frente al pago de la correspondiente cantidad, y la Sociedad Mixta sólo hace frente en las circunstancias ya aludidas, siempre que se acredite por el acreedor la reclamación y el agotamiento de los fondos por el deudor principal y el primer avalista. Para este supuesto la Sociedad Mixta se subroga en los derechos del acreedor a fin de resarcirse de las cantidades abonadas.

La Ley de Presupuestos de 1981 ha sido, en este punto, notoriamente incorrecta, y plantea un considerable problema de interpretación respecto al alcance que tiene la cobertura del Tesoro respecto a los posibles fallidos consecuencia de la actuación de la Sociedad Mixta, ya

que, de su tenor literal, se desprende que el Tesoro sólo cubre los fallidos correspondientes al Instituto de Crédito Oficial y entidades oficiales de crédito, pero no al resto de los socios miembros de la entidad, que está constituida no sólo por el Instituto de Crédito Oficial y los Bancos oficiales, sino también por el IRESCO, el IMPI y la Compañía Española de Crédito y Caución.

¿Cómo es posible instrumentar el quebranto del Tesoro para una parte de los socios y no para el resto, máxime cuando también los otros socios son de titularidad pública? ¿Y cómo es posible percibir una comisión por los posibles riesgos que produzca la operación de aval que ha de ser abonada por la sociedad, y por lo tanto repercutida entre todos sus socios, cuando sólo algunos de ellos son beneficiarios de las garantías del Tesoro? ¿Y cómo se determinará la parte de fallido que corresponde al ICO y Bancos oficiales y la que corresponde a los restantes socios?

Los interrogantes son suficientemente expresivos de aquella incorrección técnica a que aludíamos y evidencian la necesidad de que el legislador corrija estas irregularidades formulando en futuras leyes de Presupuestos para 1982 la garantía frente a los quebrantos de la Sociedad Mixta en su conjunto y no de alguno de sus socios partícipes, por un montante que en todo caso ha de ser superior a los 8.000 millones de pesetas establecidos en la Ley de 1981, si se quiere potenciar realmente la actividad de las pequeñas y medianas empresas tal y como el Gobierno ha señalado reiteradamente.

Este punto no sólo resulta fundamental para lanzar a la Sociedad Mixta, sino que debe constituir uno de sus objetivos prioritarios; sólo cuando la sociedad pueda estar respaldada por el Tesoro frente a posibles quebrantos producidos por sus operaciones, se podrá afirmar que la acción del Estado en relación con las pequeñas y medianas empresas es decidida.

Una última y reciente disposición ha completado el conjunto de normas aplicables al Segundo Aval del Estado y, por lo tanto, concernientes a la relación entre SGR y Sociedad Mixta. Nos referimos a la Orden de 21 de noviembre de 1981 por la que se regulan «las condiciones generales para los contratos para el otorgamiento del Segundo Aval», que significa la instrumentación formal del convenio que han de suscribir Sociedad Mixta y SGR a fin de plasmar en una realidad esta institución en la que tantas esperanzas ha puesto el pequeño y mediano empresario.

Sin embargo, del breve y sucinto análisis que hemos realizado quizás se deduzca una conclusión equívoca respecto al papel que la Administración tiene, ha de tener, en relación con el pequeño y mediano empresario y el fomento de la inversión, ya que, ni las Sociedades de Garantía Recíproca, ni la Sociedad Mixta del Segundo Aval constituyen los únicos ni los más importantes instrumentos de ayuda con que cuenta el pequeño y mediano empresario desde el sector público.

Sería injusto olvidar el papel que tiene el Banco de Crédito Industrial como Banco de la pequeña y mediana empresa, aunque no como Banco exclusivo de este tipo de unidades económicas, papel que se acrecienta si se conocen las características y las condiciones con que otorga sus créditos, sobre todo en lo que se refiere al tipo de interés y al período de amortización de principal e intereses.

No siendo este lugar para extendernos sobre este punto, quede sólo la referencia para una más exacta información, sobre todo en lo que se refiere al mecanismo de actuación y participación del Estado en la inversión privada.

No quisiéramos concluir este trabajo sin efectuar algunas consideraciones sobre un tema que por su extrema utilidad debe ser objeto de atención por nuestra parte en cuanto que se inserta en la problemática y en la dinámica de la misma Sociedad Mixta del Segundo Aval: la subsidiaridad o la solidaridad en cuanto al aval a las SGR.

Las normas sustantivas de aplicación al contrato de fianza y a la subfianza contenidas en los artículos 1.822 y siguientes del Código Civil permiten que ésta pueda ser subsidiaria o solidaria, si bien en este último caso el fiador, y el subfiador, pierden el beneficio de excusión y, por lo tanto, pasan de forma inmediata a ser responsables ante los posibles impagos de la obligación principal de la que la fianza responde.

La solidaridad en las obligaciones es evidente que traslada al fiador más solvente los riesgos generados como consecuencia de los impagos efectuados por el deudor afianzado, dejando fuera de esa responsabilidad inmediata y directa a los fiadores insolventes, aunque también formen parte del afianzamiento

solidario. En el supuesto que contemplamos, la opción del legislador a favor del principio de subsidiaridad de la fianza, por lo tanto del aval, frente a la opción de solidaridad, tiene una justificación técnica, con independencia de otras de carácter político que no pueden ser ponderadas en este estudio. Se trata sencillamente de que la propia naturaleza del aval y sobre todo de la obligación sobre la que se cierne su garantía, al no estar directamente vinculada con el interés público, no permite aplicar una técnica como la de la responsabilidad solidaria que, por otra parte, desnaturalizaría la propia esencia de las Sociedades de Garantía Recíproca y conduciría a su extinción y a su ineficacia. El único correlato posible a esa situación tendría que venir por el hecho de que se reservara a la Sociedad Mixta el análisis de todas y cada una de las operaciones a las que aplicase el Segundo Aval, ya que, de no ser así, la Sociedad Mixta podría convertirse en un instrumento en manos privadas sin garantía respecto a su gestión e ineficaz en relación con la tutela de los intereses públicos que, al menos globalmente, habría que considerar como los únicos que han podido justificar su creación en la medida en que es el concepto de servicio público impropio el que preside su creación.

Pretender que la Sociedad Mixta sea un cajón en el que quepan todos los posibles fallidos derivados de una gestión que no puede controlar la propia Sociedad Mixta, sólo puede hacerse por quienes desconocen la naturaleza y la esencia de la Administración Pública en cuanto que ha de servir con objetividad los intereses generales. Razones, pues, estrictamente técnicas han llevado al legislador a escoger una opción que parece intachable, sobre todo si se tiene en cuenta el margen de flexibilidad que significa el otorgamiento de los cupos de avales.

III. CONCLUSIONES

Hemos intentado a través de esta exposición analizar la forma operativa en que las Sociedades de Garantía Recíproca van a actuar en el tráfico jurídico y en el mundo financiero, mediante la constitución de la Sociedad Mixta de Segundo Aval. Del análisis realizado cabe sacar algunas conclusiones:

1. Las Sociedades de Gatía Recíproca constituyen en sí mismas instrumentos eficaces, pero no suficientes, para impulsar la financiación de las pequeñas y medianas empresas a través de un sistema de garantía mutua que permite a los socios partícipes tomar riesgos que pueden ser avalados por las SGR. El número de Sociedades de Garantía Recíproca inscritas es, en este momento, de 15, y es de desear su potenciación y su impulso a fin de que constituyan un motor para facilitar la inversión de aquel tipo de empresas.

2. La necesidad de un cierto grado de tutela y protección estatal a las pequeñas y medianas empresas tiene un determinante cauce de expresión en la creación de la Sociedad Mixta del Segundo Aval, en cuanto que ésta garantiza, dentro de unos límites prudenciales, las operaciones concertadas por las empresas pequeñas y medianas, miembros de las Sociedades de Garantía Recíproca, de las que éstas, administrando por sí mismas los cupos de avales que les adjudique la Sociedad Mixta, constituyen el elemento de engarce con esa actividad de tutela.

3. La Sociedad Mixta debe adquirir una dinámica propia que le permita independizarse plenamente de la acción directa del Estado, para lo que es preciso, de una parte, clarificar el alcance de la garantía que el Estado otorgue y, de otra, aumentar el techo de los avales.

El juicio sobre la creación de la Sociedad Mixta del Segundo Aval y las relaciones de ésta con las Sociedades de Garantía Recíproca es, en cualquier caso, positivo, dado que el impulso que requiere la inversión en la pequeña y mediana empresa va a encontrar, a buen seguro, un instrumento fundamental en dichas entidades. Buena prueba de ello es que, constituida la Sociedad Mixta el pasado mes de julio, ha adjudicado ya una parte importante del techo de avales correspondiente a 1981 entre las diversas Sociedades de Garantía Recíproca solicitantes, esperando que, si no todo, al menos gran parte de ese conjunto de garantías se afecte a operaciones de pequeños y medianos empresarios, cumpliendo así los objetivos perseguidos con la creación de la sociedad. No obstante, será preciso superar algunos obstáculos para el buen funcionamiento de la Sociedad Mixta, que de no superarse pueden resultar elementos negativos para su actividad.

LA IMPOSICION SOBRE LA RENTA Y LOS VALORES MOBILIARIOS

Los criterios mantenidos por la Administración Fiscal en cuanto a la aplicación de los Tributos que gravan los rendimientos derivados de los valores mobiliarios son expuestos por **Francisco Javier Eiroa Villarnovo** en este trabajo, recogiendo la normativa más actual en la materia y las contestaciones a consultas planteadas por los contribuyentes sobre los aspectos concretos de mayor relevancia.

I. INTRODUCCION

EL presente trabajo constituye un intento de exponer el tratamiento tributario de los valores mobiliarios, desde la perspectiva de los Impuestos sobre la Renta de las Personas Físicas o de Sociedades.

Con anterioridad a 1.º de enero de 1979, fecha de entrada en vigor de la Reforma Tributaria en este campo, la tributación de los rendimientos de los valores mobiliarios descansaba esencialmente en el Impuesto sobre las Rentas del Capital. Dicho impuesto sometía a gravamen estos rendimientos, intereses y dividendos, aplicando un tipo fijo sobre el importe íntegro de los mismos. Posteriormente dichos rendimientos se integraban en la base imponible de los impuestos generales, sobre la Renta de las Personas Físicas o de Sociedades, y de las cuotas resultantes se compensaban las cuotas del Impuesto sobre las Rentas del Capital, que tenía el carácter de impuesto a cuenta de aquéllos. Dicho tratamiento es consecuente con la estructura del sistema fiscal anterior a la reforma, basado en un sistema analítico de impuestos de producto, a los que se sobreponían los llamados impuestos generales.

La imposición sobre la renta surgida de la reforma descansa sobre un concepto sintético de renta. Ello implica un mayor perfeccionamiento del gravamen de los valores mobiliarios, pero al mismo tiempo una mayor complejidad, ya que exige la toma en consideración de una multiplicidad de situaciones (perceptor de los rendimientos residente o no en España, persona física, jurídica, etc.) que la imposición de producto, más imperfecta, reducía a unidad.

II. CONSIDERACION COMO RENTA

De acuerdo con la concepción sintética, la renta del sujeto pasivo —persona física o jurídica— se compone de la totalidad de sus rendimientos netos más los incrementos y menos las disminuciones de patrimonio.

Es decir, exige distinguir por un lado los rendimientos netos y por otro los incrementos de patrimonio.

Los frutos que una persona —física o jurídica— puede obtener de la titularidad de un valor mobiliario, pueden clasificarse, a efectos fiscales, en tres grupos:

a) Rendimientos del capital mobiliario: dividendos, intereses, etcétera.

b) Incrementos de patrimonio: derivados de la enajenación, canje o conversión de valores mobiliarios.

c) Aquellos que suponen una minoración del valor de la cartera: enajenación de derechos de suscripción y acciones liberadas.

A continuación examinaremos cada uno de estos casos, distinguiendo según sea su perceptor una persona física o jurídica.

1. Rendimientos del capital mobiliario

Son rendimientos íntegros del capital mobiliario todas las percepciones, cualquiera que sea su denominación, que se deriven directa o indirectamente de elementos patrimoniales de tal naturaleza, cuya titularidad corresponda a la persona física o jurídica.

En particular, se incluyen como rendimientos íntegros del capital mobiliario:

a) Los dividendos, primas de asistencia a juntas y participaciones en los beneficios de sociedades y asociaciones, así como cualquier otra utilidad percibida de una entidad jurídica en virtud de la condición de socio, accionista o partícipe. En todo caso, tendrán la consideración de dividendo o participación en beneficios, las canti-

dades entregadas a los socios, con cargo a reservas, incluidas las procedentes de regularización que no sean objeto de capitalización.

b) Los de cualquier clase de títulos jurídicos que estatutariamente faculten para participar en los beneficios, ventas, ingresos o conceptos análogos de una entidad jurídica, por causa distinta de la remuneración del trabajo personal como directores, gestores, consejeros, administradores o empleados de la misma.

c) La totalidad de la contraprestación, cualquiera que sea su denominación, percibida por el sujeto pasivo, que proceda de capitales colocados en cualquier clase de crédito público o privado.

d) La contraprestación obtenida por el sujeto pasivo, cualquiera que sea su denominación, como consecuencia de la titularidad de cuentas en toda clase de instituciones financieras.

e) Los procedentes de la negociación de letras de cambio, así como los intereses de los certificados de depósito.

Los rendimientos netos del capital mobiliario se determinan deduciendo de los rendimientos íntegros obtenidos por el contribuyente los gastos necesarios para la obtención de aquéllos, tales como los intereses de los capitales ajenos invertidos en la adquisición de los valores mobiliarios que han producido tales rendimientos, los ocasionados por la formalización de la correspondiente póliza, etc.

Estos rendimientos netos, positivos o negativos, se integran en la base imponible del respectivo impuesto, según que el perceptor sea una persona física o jurídica.

Previamente, los rendimientos íntegros —dividendos, intereses, etc.— experimentarán una retención en la fuente del 15 por 100 en concepto de pago a cuenta, que se compensará de la cuota resultante de aplicar a la base imponible la tarifa del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o el tipo de gravamen del Impuesto sobre Sociedades. Si la cuota resultante fuese negativa, se devolverá el exceso ingresado por retenciones.

En general, el tratamiento fiscal de los rendimientos del capital propio (dividendos) o del capital ajeno (intereses) es común, tanto en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas como en el de Sociedades.

Surgen diferencias importantes en el tratamiento de estos rendimientos en el Impuesto sobre la Renta y en el Impuesto sobre Sociedades cuando los perceptores son residentes en países extranjeros con los que España no tiene firmados convenios para la eliminación de la doble imposición internacional.

En estos casos cabe distinguir:

a) *Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.* Los rendimientos íntegros (dividendos o intereses) están sometidos a retención en la fuente del 15 por 100 (art. 148, *c),* Real Decreto 2.384/1981, de 3 de agosto). Esta retención le permite transferir al extranjero el importe de dicho rendimiento. Posteriormente deberá presentar la declaración correspondiente al impuesto; evidentemente la eficacia de esta norma es muy relativa por lo que, de hecho, la retención se transforma en cuota definitiva del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

b) *Impuesto sobre Sociedades.* El tratamiento es distinto según se trate de dividendos o de intereses.

• *Dividendos.* Es de aplicación el régimen general del Impuesto sobre Sociedades. Es decir, se computan como ingreso todos los dividendos íntegros percibidos a lo largo del ejercicio económico, y se minoran los gastos necesarios para determinar la base imponible. Dentro de estos gastos se incluye la parte de los gastos totales de la sociedad que correspondan a las operaciones efectuadas en España (en este caso la tenencia de las acciones de sociedades españolas), gastos que conocerá cuando cierre sus cuentas en el extranjero. La base imponible resultante tributa al tipo del 33 por 100 y de la cuota se deducen las retenciones practicadas en la fuente, del 15 por 100 sobre el importe íntegro de dichos dividendos. Si la diferencia resultare negativa, se procederá a la devolución del exceso de retención ingresado.

Este régimen de tributación plantea un grave problema: no permite transferir al exterior el importe de los dividendos percibidos hasta que, en los plazos normales, se presente la correspondiente declaración del Impuesto sobre Sociedades. Y ello es así porque es requisito inexcusable para dicha transferencia que se justifique previamente el pago del impuesto, bien entendido que la retención es únicamente una parte de dicho impuesto.

Como consecuencia de lo anterior, se produce una inmovilización en España de dichos dividendos, durante un plazo de doce a dieciocho meses (plazo de 1.° de enero a 31 de diciembre más el tiempo que se tarde en presentar la declaración). Y ello comporta un importante coste financiero, ya que en el momento de cobro del dividendo íntegro se deberá ingresar el 15 por 100 en el Tesoro Público (en concepto de retención), el 85 por 100 restante quedará sometido a las normas de la legislación de control de cambios.

Ante esta situación se ha arbitrado un régimen alternativo de tributación por el que puede optar el contribuyente.

Este régimen consiste en computar como rendimiento neto del capital el 50 por 100. Es decir, admitir que los gastos deducibles necesarios para la obtención de los dividendos suponen el 50 por 100 del importe de éstos.

De esta manera, sobre la base imponible (el 50 por 100 de los dividendos íntegros percibidos) se aplica el tipo del 33 por 100 y de la cuota resultante se deducen las retenciones que, en su caso, hubiesen soportado los dividendos. Con este mecanismo se produce la liquidación del impuesto y, como consecuencia, permite transferir al exterior el importe de dichos dividendos.

Basta decir que este régimen es aplicable cada vez que se cobre un dividendo y se pretenda transferir al exterior el importe del mismo. Este régimen está establecido en la Orden de 26 de febrero de 1979.

- *Intereses.* Los intereses de préstamos tributarán aplicando sobre su importe íntegro el tipo del 24 por 100. De la cuota resultante se deducirán las retenciones que en su caso se hubiesen practicado.

Este régimen puede ser aplicado cada vez que se cobren los intereses correspondientes y se transfieran al exterior.

No obstante lo anterior, la Ley del Impuesto sobre Sociedades ofrece a la sociedad no residente la opción de tributar por el régimen general. Ello plantea los mismos problemas que hemos expuesto anteriormente al referirnos a los dividendos.

Cabe destacar la asimetría de tratamiento fiscal de los intereses y de los dividendos percibidos por sociedades extranjeras que no tengan establecimiento permanente en España, y cuando no exista convenio de doble imposición aplicable.

El régimen normal de los dividendos es el régimen general del impuesto, pero pueden optar por el régimen de *for-fait.* Mientras que en los intereses el régimen normal es la aplicación del tipo reducido del 24 por 100 sobre el importe íntegro de los mismos, pero pueden optar por la aplicación del régimen general, es decir, aplicar el 33 por 100 sobre el importe neto de los intereses.

Se ha planteado un problema común a la tributación de los dividendos y los intereses, cuando el perceptor es una sociedad residente en los Estados Unidos, país con el que no existe convenio. A efectos de evitar la doble imposición internacional, las autoridades fiscales americanas, frente a las posibilidades alternativas de gravamen, compensan la menor de las posibles (que estiman es la tributación del 33 por 100 sobre el importe de los rendimientos netos). El problema es que la complejidad y la demora en la determinación del rendimiento neto y su posterior autoliquidación, provoca la inmovilización de los dividendos y/o intereses en España con su correspondiente coste financiero. Todo ello da lugar a que la opción sea, en general, más teórica que real, lo que puede provocar la pérdida efectiva de dicha compensación.

2. Incrementos de patrimonio

El tratamiento de los incrementos y disminuciones patrimoniales supone uno de los cambios más importantes derivados de la reforma fiscal. Tanto la Ley del Impuesto sobre Sociedades como la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas contienen un tratamiento muy completo de la tributación de los incrementos de patrimonio.

Según dichas leyes, «son incrementos y disminuciones de patrimonio las variaciones en el valor del patrimonio del sujeto pasivo que se pongan de manifiesto con ocasión de cualquier alteración en la composición de aquél».

Este concepto es excesivamente amplio, y por ello, las propias leyes matizan este concepto, conteniendo un conjunto de normas que se refieren a incrementos no sometidos a gravamen, actos que no implican incrementos o disminuciones patrimoniales y conceptos que no se consideran disminuciones patrimoniales.

A continuación se expone el tratamiento de los incrementos

de patrimonio, en lo que se refiere a los derivados de los valores mobiliarios y en ambos impuestos.

2.1. Compraventa de títulos

El principio general para determinar el incremento o disminución patrimonial es que se determinará por la diferencia entre los valores de enajenación y adquisición del respectivo elemento patrimonial.

Tanto el Impuesto sobre la Renta de las Personas físicas como el Impuesto sobre Sociedades contienen reglas especiales para determinar el incremento o disminución patrimonial cuando se trate de la enajenación de valores mobiliarios. Son las siguientes:

a) *Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*

Cuando se trate de valores mobiliarios, el incremento o disminución patrimonial se computará por la diferencia entre el coste medio de adquisición y el valor de enajenación. El desarrollo de esta norma en el Reglamento del Impuesto aprobado por el Real Decreto 2.384/1981, de 3 de agosto, es el que a continuación se expone.

El coste de adquisición se determinará respecto de los títulos homogéneos, dividiendo el coste total de los mismos entre el número de los poseídos en el momento de la enajenación.

Constituye el coste total la suma de las siguientes partidas: Las cantidades efectivamente desembolsadas en el caso de suscripción. El importe de las adquisiciones efectuadas; cuando se trate de títulos que coticen en Bolsa, el precio de adquisición se fijará de acuerdo con la cotización en la fecha de adquisición o, en su defecto, en la inmediata anterior. Lo satisfecho en su caso por las acciones que se hubiesen recibido parcialmente liberadas. El valor que se determinó a efectos del Impuesto de Sucesiones y Donaciones en el caso de valores adquiridos a título lucrativo. Y el importe de los gastos ocasionados por la compra de los títulos que corran a cargo del adquirente.

Esta suma se minorará en el importe de la venta de los derechos de suscripción enajenados.

Se consideran títulos homogéneos los de igual naturaleza emitidos por una misma entidad con igual nominal y derechos.

El valor de enajenación, cuando los títulos coticen en Bolsa, será el de cotización en la fecha en que la enajenación haya tenido lugar o, en su defecto, del día anterior en que se hubiesen cotizado, dentro del trimestre precedente, minorado en el importe de los gastos ocasionados por la enajenación que corran a cargo del vendedor.

Cuando la transmisión de valores mobiliarios que se coticen en Bolsa no se haya realizado a través de ésta, se tomará como valor de enajenación el de mayor cotización de cualquiera de las Bolsas en que se hayan cotizado los valores, en la fecha en que la enajenación haya tenido lugar o, en su defecto, el del día anterior en que se hubiesen cotizado en cualquiera de las Bolsas, dentro del trimestre precedente.

Si los títulos no cotizasen en Bolsa, o aún cotizando no hubiesen cotizado en el trimestre precedente a la fecha de enajenación, el valor efectivo, minorado en los gastos originados en la transmisión que corran a cargo del vendedor.

Excepcionalmente, cuando se trate de valores mobiliarios adquiridos con anterioridad al día 11 de septiembre de 1978, el valor de adquisición será el que figure en la declaración del Impuesto Extraordinario sobre el Patrimonio de las Personas Físicas correspondiente al ejercicio de 1978, cuando tal valor no sea superior al efectivo de adquisición y no exceda del valor de mercado.

La Ley de Presupuestos para el año 1981 estableció un mecanismo para la corrección de los efectos de la inflación en los incrementos de patrimonio derivados de enajenaciones efectuadas durante el año 1981. A estos efectos, siempre que haya mediado más de un año desde que se adquirió el valor que se enajena, el valor de adquisición se multiplicará por el coeficiente 1,308. Cuando los valores se hayan adquirido posteriormente al día 1.° de enero de 1979, el resultado de aplicar el coeficiente anterior se reducirá proporcionalmente al tiempo transcurrido entre la fecha de adquisición y la de 1.° de enero de 1981.

Está prevista la prórroga de esta corrección monetaria para las enajenaciones que se efectúen dentro del año 1982 en el Proyecto de Ley de Presupuestos para dicho año.

Con objeto de paliar la progresividad del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, los incrementos o disminuciones patrimoniales recibirán el tratamiento de renta irregular. En este caso, el incremento o dis-

minución patrimonial corregido en la forma anteriormente expuesta se dividirá por el número de años comprendidos en el período en que se hayan generado. Para los valores mobiliarios este período será el que corresponda al período medio que arrojen los títulos poseídos en el momento de la enajenación.

b) *Impuesto sobre Sociedades*

La inexistencia, hasta este momento, de normas reglamentarias del Impuesto sobre Sociedades ha llevado a que la solución a los problemas planteados por la aplicación de la Ley del Impuesto se esté efectuando por la vía de la doctrina administrativa expuesta en las consultas vinculantes contestadas por la Dirección General de Tributos. Una selección de las más importantes ha sido recogida en la Orden de 17 de junio de 1981 por la que se aprueba la doctrina expuesta en las contestaciones a consultas de carácter vinculante en relación con el Impuesto sobre Sociedades. Con posterioridad a dicha Orden, se han planteado por diversas sociedades problemas muy importantes, especialmente en el campo de la tributación de los valores mobiliarios, que ya han sido resueltos por la Dirección General, y que en plazo razonable serán objeto de una Orden Ministerial.

Esta doctrina administrativa en el campo del Impuesto sobre Sociedades, en lo que se refiere a los valores mobiliarios, en general es coincidente con la contenida en el Real Decreto 2.384/1981, de 3 de agosto, por el que se aprueba el nuevo texto del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. No obstante, en algunos temas se producen diferencias importantes que son consecuencia de la existencia de un sistema de información contable en las sociedades, mientras que tal sistema no existe en las personas físicas no empresarias. Asimismo se han planteado problemas sobre la tributación de los valores mobiliarios que no ha contemplado el Reglamento del Impuesto sobre la Renta, porque tales problemas no se dan cuando el titular del valor mobiliario es una persona física.

En la exposición que sigue tendremos en cuenta esta doctrina administrativa sobre la tributación de los valores mobiliarios, emanada de la Dirección General de Tributos.

El incremento o disminución patrimonial en el caso de la enajenación de valores mobiliarios se determina por la diferencia entre el valor de enajenación y el valor de adquisición.

La cotización en Bolsa o el importe efectivamente abonado constituirán el valor de enajenación, según los casos.

Si se trata de valores mobiliarios que coticen en Bolsa, el valor de enajenación será el de cotización en la fecha en que aquélla se produzca o en la inmediata anterior dentro del trimestre precedente, si no cotizase en la primera fecha citada. Este valor se minorará en el importe de los gastos de enajenación que sean de cuenta del transmitente.

El valor de enajenación se computará por el importe efectivamente abonado cuando los títulos no coticen en Bolsa o no hayan cotizado en el último trimestre; cuando la enajenación se haya realizado fuera de sesión o a precio superior a la cotización de cierre; y cuando la enajenación se realice en situación de cotización suspendida de los títulos.

Se aplicará el valor de mercado cuando la transmisión de los títulos se efectúe entre sociedades vinculadas, a quienes serían de aplicación las normas del artículo 16 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

Por valor de adquisición se tomará el coste medio de adquisición, que se determinará por el cociente entre el valor neto contable de cada grupo de títulos homogéneos y el número de dichos títulos.

No contempla la Ley del Impuesto sobre Sociedades correcciones monetarias en el caso de los valores mobiliarios, y tampoco la atenuación de la progresividad, ya que su tipo de gravamen es proporcional.

2.2. Aportaciones no dinerarias

En las aportaciones no dinerarias a sociedades, el incremento o disminución patrimonial en el contribuyente aportante se determinará por la diferencia entre el valor de adquisición de los bienes o derechos aportados, y la cantidad mayor de las tres siguientes:

a) El valor nominal de la aportación.

b) El valor de cotización en Bolsa de los títulos recibidos en el día en que se formalice la aportación o el inmediato anterior.

c) La valoración del bien o derecho aportados según los criterios establecidos en las normas del Impuesto sobre el Patrimonio.

El valor de adquisición de los bienes o derechos será el general para la determinación de los incrementos o disminuciones patrimoniales. Es decir, la suma del importe real por el que dicha adquisición se hubiera efectuado más el coste de las inversiones y mejoras y los gastos y tributos inherentes a la transmisión que hubiese satisfecho el adquirente; y esta suma se minora por el importe de las amortizaciones aplicadas a dichos bienes.

Esta norma es común a los Impuestos sobre la Renta de las Personas Físicas y al Impuesto sobre Sociedades, si bien cabe destacar que en el Impuesto sobre Sociedades se admite que la ampliación de capital que va a ser suscrita con la aportación de bienes o derechos se efectúe con prima de emisión. Por ello, sustituye el valor nominal de la aportación por el valor reconocido de la aportación.

2.3. Canje y conversión de títulos

a) *Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*

El incremento o disminución de patrimonio de las operaciones de canje o conversión se determina por la diferencia entre el valor de adquisición de los títulos que se ceden y el que corresponda a los que se reciben.

Los títulos que se entregan se valoran de acuerdo con las normas que hemos expuesto al hablar anteriormente de la compraventa de títulos.

El valor de los títulos que se reciben será el de cotización en la fecha del canje o conversión. Si no cotizasen en dicha fecha, se tomará el de la cotización en la fecha inmediata anterior.

Ha habido un cambio de criterio en la determinación del valor de los títulos que se reciban, cuando no cotizan en Bolsa. Para el primer Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, este valor era el teórico según el último balance aprobado por la entidad emisora. Mientras que el segundo Reglamento determina que, si no cotizaran los títulos que se reciban, se tomará como valor el nominal más la parte proporcional de las reservas después de la operación de conversión o canje, y deduciendo, en su caso, las pérdidas de ejercicios anteriores que no hayan sido compensadas. Esto es, el valor teórico según balance cerrado el día en que finalice el plazo para efectuar la operación de canje o conversión, ya que, evidentemente, habrá que tener en cuenta los resultados obtenidos por la sociedad en el plazo comprendido entre el principio de su ejercicio económico y el día en que se cierre la operación de canje o conversión.

En caso de estampillado de acciones, se aplicarán los mismos criterios, según establece el nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Una novedad contiene el nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en esta materia. Aclara que no se computará incremento o disminución de patrimonio cuando la sociedad se limite a modificar el valor nominal de sus acciones sin que se altere el importe de la participación de los accionistas.

El tratamiento fiscal de las operaciones de canje o conversión en el Impuesto sobre la Renta plantea algunos problemas, de los que cabe destacar los siguientes:

Las operaciones de canje o conversión no se realizan en un día fijo, sino que, por el contrario, las sociedades suelen conceder un plazo de un mes para que el obligacionista o el accionista ejercite su derecho de canje o de conversión. Por ello se produce una indeterminación en el momento de fijar la cotización a que deben valorarse las acciones entregadas, pudiendo ser la misma cualquiera de las del período durante el cual puede ejercitarse dicho derecho. Ello implica que quien acuda al canje o la conversión elegirá la cotización más conveniente a efectos de determinar el cálculo del incremento o disminución patrimonial.

Otro problema distinto es el de que las acciones que se entregan en el canje o la conversión pueden tener diferentes derechos económicos de los que ya están en circulación. Esta diferencia de derechos se traducirá lógicamente en una menor cotización y, al no tenerse en cuenta esta circunstancia, el incremento de patrimonio gravado será mayor que el que técnicamente sería correcto.

b) *El Impuesto sobre Sociedades*

El principio general en el Impuesto sobre Sociedades es que, en el caso de enajenación de valores mobiliarios, el incremento o disminución patrimonial se determina por la diferencia entre el valor de enajenación y el valor de adquisición.

Aplicado este principio a las operaciones de canje o conver-

sión, resulta que, en estos casos, el incremento o disminución patrimonial se determinará por la diferencia entre el valor de adquisición de los títulos que se reciben y el valor de adquisición de los títulos que se entregan.

El valor de adquisición de los títulos que se entregan se determina aplicando los criterios ya examinados al hablar de la alteración de patrimonio por enajenación de valores mobiliarios.

El valor de adquisición de los títulos que se reciben será el de su cotización en la fecha de las operaciones de canje o conversión, o la inmediata anterior dentro del trimestre precedente, en su caso.

Si no cotizan en Bolsa, o no lo hubieran hecho en el mencionado plazo, será el correspondiente a su valor teórico según el último balance aprobado por la sociedad; y si se tratase de títulos de renta fija, su valor nominal.

Sin embargo, no puede desconocerse la existencia, en los mercados financieros más desarrollados, de operaciones en bloque, es decir, Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), operaciones masivas y públicas de canje o conversión, etc.

Aunque estas operaciones no están expresamente citadas en la Ley del Impuesto sobre Sociedades, de la misma puede deducirse una solución satisfactoria para resolver los problemas planteados por estas operaciones, que podemos denominar especiales. Cabe destacar que estas operaciones no están contempladas expresamente en el nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

De este modo, el valor de cotización constituye el criterio general, pero no desconoce la existencia de situaciones particulares —que no cita—, siempre que tales situaciones particulares respondan a los criterios de mercado abierto que deben producir la contratación bursátil.

El caso más frecuente de estas operaciones especiales lo constituye la emisión de obligaciones convertibles. En este caso, en las condiciones de emisión suele figurar establecido con carácter general y abierto el canje por acciones, siendo dicho canje obligatorio u opcional, a través de una relación de canje basada en una reducción sobre la cotización media de las acciones durante un período preestablecido. En estos casos el valor de enajenación de las acciones que se reciben será el resultante de la relación de canje establecida.

Este criterio es asimismo aplicable en todos aquellos casos en que las condiciones de canje o conversión hayan sido fijadas bien en la escritura de emisión de los títulos que se entregan, bien en la escritura de emisión de los nuevos títulos que se reciben. Y asimismo, cuando se hayan fijado en las condiciones de la Oferta Pública de Adquisición mediante canje.

Ahora bien, la aplicación de este criterio a las operaciones especiales exige inexcusablemente que el tenedor de los títulos contabilice los títulos recibidos por el mismo valor neto contable que los entregados.

Hasta aquí hemos contemplado el posible incremento o disminución patrimonial que se produce en la cartera del tenedor de los títulos. Pero también, el Impuesto sobre Sociedades contempla la posibilidad de computar un incremento o disminución patrimonial en la sociedad emisora de los títulos que se amortizan.

En este caso, el incremento o disminución patrimonial se determinará por la diferencia entre el valor de reembolso de los títulos amortizados y el valor neto contable de los títulos que se entreguen.

Se tomará como valor de reembolso de los títulos amortizados el determinado en las condiciones de la emisión. Y se tomará como valor neto contable de los títulos que se entreguen, cuando se trate de acciones de nueva emisión, la suma del nominal y de la prima de emisión exigida.

Es decir, si para efectuar la operación de canje o conversión se emiten acciones nuevas, no se producirá incremento o disminución patrimonial si la diferencia entre el valor calculado según la relación de canje establecida y el nominal de dichas acciones nuevas se destina a la cuenta «Prima de emisión de acciones».

Sin embargo, si para efectuar la operación de canje o conversión se utilizan acciones emitidas con anterioridad, se producirá un incremento o disminución patrimonial medido por la diferencia entre el valor calculado según la relación de canje y el valor de adquisición o, en su caso, el valor neto contable.

2.4. Amortización de títulos

En el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, cuando se amorticen valores mobiliarios, de renta fija o variable, se

producirá un incremento o disminución patrimonial. Este se determinará aplicando las normas generales expuestas anteriormente, si bien el valor de enajenación será el de amortización de los títulos.

La situación es más compleja en el Impuesto sobre Sociedades, ya que hay que contemplar las dos partes que intervienen en la operación de amortización. Por una parte, la sociedad propietaria de los títulos, y por otra, la sociedad que los adquiere para su amortización.

En el primer caso, el incremento o disminución patrimonial se determinará, igual que en el Impuesto sobre la Renta, aplicando el régimen general de la compraventa de valores de renta variable, si bien tomando como valor de enajenación el de amortización de los títulos.

Cuando se amorticen valores mobiliarios de renta fija, en el Impuesto sobre Sociedades, para determinar la correspondiente alteración patrimonial el valor de enajenación será el de amortización, y éste será el que se deduzca de las condiciones de la emisión, salvo que el efectivamente satisfecho sea superior, en cuyo caso prevalecerá éste.

Desde el punto de vista de la sociedad que adquiere sus títulos para amortizarlos puede darse un incremento patrimonial y no se dará en ningún caso una disminución patrimonial.

La consulta número 50 contenida en la Orden de 17 de junio de 1981, publicada en el *Boletín Oficial del Estado* de 18 de julio de 1981, se refiere a este tema. Por su importancia la reproducimos a continuación.

Una sociedad cuyas acciones cotizan en Bolsa, ha adquirido en la misma, previa autorización de su Junta General de Accionistas, dentro del año, un determinado número de sus propias acciones para su amortización. Esta adquisición se ha realizado bajo la par.

Al proceder a reducir el capital por importe del nominal rescatado, amortizando las acciones propias adquiridas por el precio de coste, existirá una diferencia no compensada que figurará, obviamente, dentro del neto patrimonial, calificando de reserva patrimonial lo que hasta la fecha formaba parte del capital.

Se desea conocer si la diferencia indicada en el párrafo anterior constituye hecho imponible del Impuesto sobre Sociedades.

Contestación. La adquisición de acciones propias para su amortización, realizada en virtud del artículo 47 de la Ley de Sociedades Anónimas, pone de manifiesto, a través de su reflejo contable, dos hechos económicos diversos:

a) Reducción del capital, por el valor nominal de las acciones propias que se amortizan, constituyendo una restitución o devolución de aportaciones a los hasta ese momento socios.

b) Variación de las reservas, por la diferencia entre el coste de adquisición de las acciones rescatadas y su valor nominal, por lo que se pone de manifiesto una alteración del neto patrimonial.

En base a lo anterior, en el caso propuesto se produce un incremento de patrimonio, a tenor de lo expresado en el artículo 15.1 de la Ley 61/1978, por la diferencia entre el nominal y el valor de rescate de las acciones amortizadas, sujeto, por tanto, a gravamen en el Impuesto sobre Sociedades.

No contemplaba esta consulta el caso en que la adquisición de las acciones propias, para su posterior amortización, se realizase por encima de la par.

En este caso no se produce ninguna disminución patrimonial, pues se tratará de una distribución de reservas, si el valor de adquisición coincide con el valor teórico según balance en la fecha de la adquisición.

Puede darse el caso, sin embargo, de que el valor de adquisición sea superior al valor teórico según balance, y podría entenderse que este exceso sí es una disminución patrimonial. La realidad es que tampoco. Y ello porque, en virtud de lo dispuesto en el artículo 16 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, las operaciones entre la sociedad y sus socios se valorarán de conformidad con los precios que serían acordados en condiciones de mercado entre sociedades independientes, y este precio sería, normalmente, el de cotización.

Queda por determinar un punto muy importante. Es el de fijar en qué momento se considerará obtenido el incremento patrimonial. Pues bien, la solución lógica consiste en entender obtenido dicho incremento patrimonial en el ejercicio en que definitivamente se acuerde la amortización de los títulos. Evidentemente, esto exige que los títulos adquiridos se hayan contabilizado por su valor de rescate.

2.5. Reducción de capital

Los problemas planteados por el cómputo de incrementos o disminuciones de patrimonio en los casos de reducción de capital han dado lugar a la presentación de diversas consultas vinculantes que ha evacuado la Dirección General de Tributos. Las consultas números 53 y 54 de la Orden de 17 de junio de 1981 se refieren a estos problemas. La síntesis del contenido de ambas consultas es la siguiente:

Una sociedad cuyas acciones cotizan en Bolsa, proyecta reducir su capital social mediante el estampillado de sus acciones disminuyendo su valor nominal con la consiguiente devolución de aportaciones a los socios, ya sea en metálico ya sea en valores mobiliarios —acciones— que la sociedad tiene en cartera.

Se pregunta si la reducción de capital social mediante restitución de sus aportaciones a los accionistas a que se refiere el artículo 98 de la Ley de Sociedades Anónimas, ya se efectúe ésta en dinero o en especie, ha de configurarse como disminución o incremento de patrimonio por diferencia entre la aportación restituida —valor nominal reducido— y la parte del precio de adquisición de las acciones proporcional a tal reducción o, como entiende la entidad consultante, toda reducción de capital ha de configurarse como inverso a la aportación, y por consiguiente, ha de imputarse al precio de adquisición de las acciones sin perjuicio de que, si la restitución de las aportaciones se efectúa, total o parcialmente, en especie se valoren a precio real de mercado las acciones con las que se satisfaga la reducción de capital.

La contestación mantiene que la reducción de capital supone una operación financiera de sentido contrario a las aportaciones anteriormente realizadas por los socios, pudiendo dar lugar, incluso, a la desaparición del vínculo pre-existente entre socio y sociedad.

Por ello, si la reducción de capital se realiza mediante devolución de aportaciones a los socios, satisfaciendo en metálico el importe correspondiente, se produce una mutación en la composición del patrimonio de los socios, pero sin que se verifique incremento patrimonial alguno, supuesto que la reducción se realice mediante estampillado. Se produce, pues, un incremento en las existencias de efectivo, compensado con la disminución del valor de su cartera por el importe restituido.

Si la reducción de capital se realizase por amortización de títulos o por valor superior al nominal, entraríamos de lleno en el terreno de la separación de socios y disolución (parcial) de sociedades.

En la sociedad que realiza la reducción de capital mediante estampillado, no se produce disminución de patrimonio a efectos de determinación de la base imponible, del mismo modo que las aportaciones tampoco fueron consideradas en su día incrementos de patrimonio.

Cuando la devolución de aportaciones se realiza, total o parcialmente, en especie, la situación se altera ligeramente:

a) De un lado, se produce una transmisión de bienes, en la que será de aplicación el artículo 16.4.*b)* de la Ley del Impuesto sobre Sociedades sobre aplicación de los valores de mercado.

b) De otro, la devolución de aportaciones propiamente dicha.

Por la primera, la sociedad deberá determinar la diferencia entre el valor actual de los bienes entregados y su valor de adquisición a efectos del Impuesto sobre Sociedades, integrándose dicha diferencia en su base imponible.

Por la segunda, nos hallamos en el caso de devolución de las aportaciones a los socios satisfaciendo en metálico el importe correspondiente.

Para el socio, se producirán asimismo dos situaciones complementarias:

Por una parte, supuesto caso de estampillado, una reducción en su coste de adquisición de los títulos, por la parte del capital social disminuido por la operación de reducción que corresponda a los títulos poseídos.

Por otra parte, una alteración patrimonial, con efectos sobre la base imponible, por la diferencia entre el valor de los bienes recibidos y la reducción del coste de adquisición que haya debido computarse según la letra anterior; esta alteración tendrá la consideración de dividendo a los efectos del Impuesto sobre la Renta, y por tanto, tendrá derecho, en su caso, a la deducción del 15 por 100 por dividendos percibidos.

3. Modificación del coste medio de la cartera de valores

Tanto la enajenación de los derechos de suscripción como la recepción de acciones libera-

das no constituyen incremento de patrimonio, sino únicamente son conceptos que reducen el coste medio de la cartera. Por ello tributarán en el momento de la enajenación de las acciones, ya que entonces darán lugar a la aparición del incremento o disminución patrimonial.

3.1. Derechos de suscripción

Tres criterios caben teóricamente en el tratamiento de los derechos de suscripción. El primero entiende que el producto que se obtenga de la enajenación de los derechos de suscripción corresponde a una venta de parte de los valores. El segundo, por el contrario, admite que la totalidad del importe obtenido por la enajenación de los derechos de suscripción constituye un beneficio. Y, tercero, consiste en estimar una síntesis de los dos anteriores, considerando que una parte del ingreso que produce la enajenación corresponde a la venta de parte de los valores y otra parte constituye un beneficio.

Pues bien, tanto el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas como el Impuesto sobre Sociedades hacen suyo el primer criterio, y por eso establecen que para determinar el coste de adquisición de la cartera de valores se deducirá el importe de los derechos de suscripción enajenados.

Esta solución plantea problemas en el Impuesto sobre Sociedades, pues puede llegarse al caso extremo de que dé lugar a carteras de valores con coste de adquisición negativo. Evidentemente, la solución correcta será la aplicación del tercer criterio. Es decir, determinar el coste contable del derecho de suscripción enajenado. Este coste contable minorará el saldo de la cartera de valores, y la diferencia entre dicho coste y el precio de enajenación del derecho se computará como incremento o disminución patrimonial.

3.2. Acciones liberadas

Para determinar el coste de adquisición de la cartera de valores, las acciones total o parcialmente liberadas se computarán por el importe realmente desembolsado, incluyendo, en su caso, el importe de los derechos de suscripción cuya adquisición haya sido necesaria para formalizar la operación.

Si las acciones total o parcialmente liberadas recibidas, proceden de ampliaciones de capital acordadas antes del 1.° de enero de 1979, por capitalización tanto de reservas de libre disposición como de cuentas de Regularización de Balances (las correspondientes a la Ley 76/1961, de 23 de diciembre, y Decreto-Ley 12/1973, de 30 de noviembre), se tomará por coste de adquisición el importe de la base imponible, que, en el momento del acuerdo de ampliación de capital, se señaló en el suprimido Impuesto sobre la Renta del Capital, o debiera de haberse determinado en el mismo caso de no existir la exención.

Por otra parte el Real Decreto 621/1981, de 27 de marzo, sobre actualización de valores de activo, Ley de Presupuestos 1981, establece que no constituirá incremento de patrimonio, a efectos de los Impuestos sobre la Renta de Personas Físicas y de Sociedades, la recepción de acciones liberadas con cargo a la cuenta «Actualización Ley Presupuestos 1981». Añadiendo que dichas acciones liberadas se computarán por su valor nominal a efectos de determinación del coste medio de adquisición de los títulos.

Ahora bien, si las acciones liberadas recibidas proceden de la capitalización de las cuentas de Actualización Valores (Ley Presupuestos 1979) y Actualización de Valores de activo situados en el extranjero (Ley Presupuestos 1980), su recepción no constituye incremento de patrimonio, pero no existía ninguna norma que hiciese efectiva dicha declaración legal.

El nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ha venido a resolver este problema, ya que declara que cuando, con posterioridad a 1.° de enero de 1979, se acuerde liberar total o parcialmente acciones o participaciones en el capital social, con cargo a cuentas de Regularización de Balances, se tomará como coste de adquisición el nominal de la parte que haya sido liberada.

III. DESGRAVACION DE DIVIDENDOS

El sistema fiscal español se incluye entre aquellos sistemas que no prevén ningún tipo de mecanismo general para evitar la doble imposición, al coexistir el Impuesto sobre Sociedades y el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Es decir, se trata de un sistema de doble imposición integral, si bien establece algunos mecanismos que atenúan la doble imposición. Estos mecanismos son distintos

según que el perceptor de los dividendos sea una persona física o una persona jurídica.

1. Personas físicas

El problema de la doble imposición de dividendos se resuelve en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas a dos niveles distintos.

En el primer nivel se elimina totalmente la doble imposición mediante la aplicación del régimen de transparencia fiscal. De esta forma, los beneficios obtenidos por una sociedad en régimen de transparencia no tributan por el Impuesto sobre Sociedades, y tributan por el Impuesto sobre la Renta después de su imputación al socio. Así no hay doble imposición.

El segundo nivel únicamente atenúa la doble imposición y está constituido por la aplicación del *avoir fiscal.* De acuerdo con este sistema, de la cuota del Impuesto sobre la Renta se deducirá el 15 por 100 de los dividendos percibidos por el contribuyente, siempre que el beneficio del que dichos dividendos proceden hubiera tributado por el Impuesto sobre Sociedades.

La deducción se realizará tomando como base el dividendo íntegro; y no será aplicable cuando los dividendos procedan de sociedades no residentes en territorio español.

Asimismo se requiere, como se ha indicado anteriormente, que el beneficio de que los dividendos proceden, hubiera tributado por el Impuesto sobre Sociedades. Esta exigencia plantea un problema cuando se trata de beneficios procedentes de una sociedad en régimen de transparencia fiscal. Es el siguiente:

Una sociedad transparente puede obtener dividendos de otras sociedades que sí han tributado por el Impuesto sobre Sociedades. Como la sociedad transparente no tributa por el Impuesto sobre Sociedades no puede aplicar el mecanismo para atenuar la doble imposición. Por su parte los socios no pueden aplicar la desgravación de dividendos porque la imputación de resultados a los socios no tiene la consideración de dividendo y además porque dichos resultados no han tributado en el Impuesto sobre Sociedades. De esta forma se produce una doble tributación.

El nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta resuelve este problema al establecer que la deducción del 15 por 100 será aplicable a la parte de la base imponible imputada que corresponda a dividendos o participaciones en beneficios que perciba una sociedad en régimen de transparencia fiscal.

También resuelve el nuevo Reglamento el problema planteado por la no aplicación de la deducción a las primas de asistencia a juntas. Afirma que tendrán la misma consideración que los dividendos las primas de asistencia a Juntas y, en general, aquellas percepciones obtenidas por los socios que, no teniendo el concepto estricto de dividendos, representan para aquéllos un rendimiento derivado de su condición de socio o accionista.

2. Personas jurídicas

El problema de la doble imposición de los dividendos se resuelve en el Impuesto sobre Sociedades, también, a dos niveles. Uno en el que se elimina totalmente este problema, y otro en el que únicamente se atenúa.

En el primer caso, eliminación del problema, se utilizan tres procedimientos distintos. Uno, el de aplicación del régimen de transparencia fiscal. Otro, el de aplicación del régimen de declaración consolidada; y finalmente, la desgravación al 100 por 100 de los dividendos. Este último procedimiento se aplica en los casos de dividendos y participaciones de Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, y de las Sociedades de Empresas, además del caso de relación matriz-filial.

En el segundo caso la desgravación es del 50 por 100, cuando la sociedad que satisfaga el dividendo tribute por el Impuesto sobre Sociedades.

En cuanto a la forma de practicar la desgravación, el artículo 24.1 establece, con carácter general, que «cuando entre los ingresos del sujeto pasivo se computen dividendos o participaciones en los beneficios de otras sociedades, se deducirá el 50 por 100 de la cantidad que resulte de aplicar al importe de los dividendos o participaciones el tipo medio efectivo de gravamen que se haya aplicado a la sociedad que reparte los dividendos o participaciones». Y según el número 2 de ese artículo, el porcentaje de deducción se elevará al 100 por 100 cuando, entre otros supuestos, los dividendos procedan «de una sociedad dominada, directa o indirectamente, en más de un 25 por 100, por la sociedad que perciba los dividendos, siempre que la dominación se mantenga de una manera ininterrumpida durante el período de imposición».

De lo anterior se desprende que, si en el régimen anterior a la Reforma Fiscal, la llamada doble imposición económica de los dividendos que se pretendía compensar era la producida al gravarse otra vez los mismos en la sociedad que los percibía, en el nuevo impuesto la intención del legislador ha sido compensar en la sociedad perceptora el gravamen ya recaído sobre los dividendos al girarse el Impuesto de Sociedades sobre la entidad pagadora. Este criterio presenta el grave problema de qué ha de entenderse por tipo efectivo medio de gravamen aplicado a la sociedad que reparte los dividendos o participaciones y, sobre todo, cómo la entidad perceptora de dichos rendimientos puede llegar a conocer el tipo medio efectivo que con carácter definitivo se aplicó a la pagadora.

El primero de los problemas planteados fue resuelto por el número 1 del artículo 3.° del Real Decreto 860/1980, de 28 de marzo, por el que se dictan normas para el cumplimiento de determinadas obligaciones en el Impuesto sobre Sociedades, en el que se definió como tipo medio efectivo de gravamen «la cifra que resulte de practicar la división cuyo dividendo sea la cantidad líquida ingresada por el Impuesto sobre Sociedades, incluyendo las retenciones practicadas en la fuente, multiplicada por 100, y el divisor la base imponible del impuesto».

La segunda cuestión sería, desde luego, más difícil de resolver de un modo definitivo hasta que se procediese a la liquidación definitiva del Impuesto sobre Sociedades correspondiente a la entidad que reparte los dividendos o participaciones, razón por la cual el número 2 de dicho artículo dispone que, a los solos efectos de que el sujeto pasivo pueda practicar la debida liquidación provisional del impuesto, «se estimará como tipo medio efectivo de gravamen, con carácter general, el del 33 por 100, sin perjuicio de que al girarse la liquidación definitiva se practiquen las correcciones pendientes por aplicación de la norma contenida en el apartado anterior».

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior —sigue diciendo el número 2 que se transcribe—, «cuando la sociedad que hubiese satisfecho el dividendo gozare de exención por el Impuesto sobre Sociedades, en virtud de normas especiales, vendrá obligada a manifestarlo a sus accionistas, a fin de que las sociedades perceptoras no practiquen la deducción a que se refiere el presente artículo».

Con referencia, por su parte, al importe del dividendo o participación sobre el que debe aplicarse el porcentaje de deducción, es el íntegro, es decir, la cuantía líquida más la retención.

La experiencia adquirida en la aplicación de la Ley del Impuesto de Sociedades ha puesto de manifiesto los problemas que plantea la aplicación de las normas antes expuestas, que son de muy difícil aplicación y que dan lugar a inseguridad jurídica, ya que cualquier actuación inspectora en la sociedad que reparte el dividendo puede alterar el tipo efectivo de gravamen, lo que implicará modificar la liquidación de las sociedades socios que hubiesen computado dichos dividendos en sus respectivas bases imponibles.

Por ello, el Gobierno ha instado la modificación del número 1 del artículo 24 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. La solución consiste en volver a la situación anterior a la reforma tributaria, ya que cuando entre los ingresos de la sociedad se computen dividendos o participaciones en los beneficios de otras sociedades residentes en España, y que hubiesen tributado por el Impuesto sobre Sociedades, se deducirá de la cuota el 50 por 100 de la parte proporcional que corresponda a la base imponible derivada de dichos dividendos o participaciones.

Esta modificacion, incorporada en el Proyecto de Ley de las Asociaciones y Uniones de Empresas, se espera que será aprobada por las Cortes dentro del año 1981.

También contiene dicho Proyecto de Ley otra norma importante. Es la siguiente: Las sociedades que sean accionistas de una sociedad en régimen de transparencia fiscal obligatoria deducirán de su cuota del Impuesto sobre Sociedades el 50 por 100 o el 100 por 100, según los casos, de la parte de la base imponible imputada que corresponda a los dividendos percibidos por ésta.

En definitiva, se trata de aplicar la misma norma que se aplica a los socios personas físicas.

IV. BONIFICACIONES

1. Rendimientos de préstamos y empréstitos

La posibilidad de conceder bonificaciones a los rendimientos de préstamos y empréstitos

está reconocida en el artículo 25.*c)*.1 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

Según el citado artículo, se bonificará hasta un 95 por 100 de la cuota que corresponda a los rendimientos de los empréstitos que emitan y de los préstamos que concierten con organismos internacionales o con Bancos e instituciones financieras extranjeras, que no tengan en España establecimiento permanente, las empresas españolas, cuando los fondos así obtenidos se destinen a financiar inversiones reales.

Este precepto tiene su origen en el Decreto-Ley 19/1961, de 19 de octubre, y que en su exposición de motivos declara: «Es evidente la eficacia que el instrumento fiscal puede tener al servicio del desarrollo económico del país como medio para dirigir la inversión hacia aquellas entidades cuyo incremento se considere más adecuado para el porvenir de nuestra patria. De manera especial reúnen dicha condición los impuestos que inciden directamente sobre el precio del dinero.»

Cabe recordar que este Decreto-Ley fue dictado cuando ya surtían efectos plenos sobre la economía española las medidas estabilizadoras del año 1959, y su finalidad esencial era la de reducir el coste del capital captado en el exterior. Dicho Decreto-Ley reconocía la posibilidad de conceder bonificaciones de hasta el 95 por 100 en las cuotas correspondientes de los Impuestos sobre las Rentas del Capital, sobre Valores Mobiliarios, Derechos Reales y Timbre, que gravasen los rendimientos, actos, contratos o documentos necesarios para la formalización de las operaciones financieras correspondientes.

Después de diversas vicisitudes, que culminaron en el Texto Refundido del Impuesto sobre las Rentas del Capital, la interpretación administrativa de esta norma fue la siguiente: Reconocer la posibilidad de conceder bonificaciones de hasta el 95 por 100 de los rendimientos de las operaciones siguientes: *a)* emisión de empréstitos en el mercado exterior; *b)* emisión de empréstitos en el mercado interior, y *c)* operaciones de préstamo concertadas con Bancos e instituciones financieras extranjeras.

Al amparo de esta norma, los perceptores de intereses de obligaciones bonificadas veían reducida su tributación en el impuesto a cuenta (Rentas del Capital), integraban dichos intereses en las bases imponibles de los impuestos generales (sobre la renta de las personas físicas o sobre sociedades, según la naturaleza del perceptor), y de las respectivas cuotas de estos impuestos se deducían las íntegras devengadas de los impuestos a cuenta.

Si el perceptor de los intereses no era residente en España, limitaba su tributación al Impuesto sobre las Rentas del Capital bonificado.

Este régimen de gravamen ha tenido diversas excepciones, unas de carácter temporal y otras de carácter general.

Así, cuando el perceptor de los intereses fuese una persona física, durante los años 1976 y 1977, no se deducían de la cuota del Impuesto sobre la Renta las cuotas de los impuestos a cuenta (Rentas del Capital) exentas, desgravadas o bonificadas.

Cuando se trataba del Impuesto sobre Sociedades correspondiente a Sociedades de Seguros, de Reaseguros, Bancos, Cajas de Ahorros y entidades de crédito, el Impuesto sobre las Rentas del Capital perdía su carácter de ingreso a cuenta, y por tanto su cuota no se deducía de la de aquél.

Esta situación ha cambiado radicalmente desde primero de enero de 1979, fecha de entrada en vigor de las leyes de los impuestos sobre la renta.

La Ley 44/1978, de 8 de septiembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, no contiene norma alguna que admita la aplicación de bonificaciones por razón de la procedencia de los rendimientos gravados. Quiere esto decir que, cuando el perceptor de los intereses de una obligación sea una persona física, a todos los efectos es inoperante que dicho interés esté o no bonificado, puesto que se computará dentro de la renta por su importe íntegro, y no hay lugar a ningún tipo de compensación posterior.

No obstante, se respetan los derechos adquiridos con anterioridad a la fecha de entrada en vigor de la Ley 44/1978, es decir con anterioridad a 1.° de enero de 1979, según dispone la disposición Transitoria Tercera de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

En la filosofía de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, el artículo 25.*c)*.1 pretendía facilitar la entrada de capitales extranjeros en España. Normalmente las operaciones de préstamo y de colocación de empréstitos en el mercado exterior se pactan libres de impuesto para el prestamista o para el tenedor de la obligación, no residentes en España. Por ello el artículo mencionado pretende reducir la

carga fiscal del empréstito o del préstamo, ya que, en última instancia, es el prestatario español quien soporta el importe de la carga fiscal. Además, en este caso, es posible determinar anticipadamente el importe exacto de la carga fiscal correspondiente, extremo de suma importancia en la contratación internacional.

Sin embargo, y por diversas razones, se volvió a interpretar el artículo 25.*c)*.1, exactamente igual que cuando figuraba en el Impuesto sobre las Rentas del Capital, extendiendo su aplicación a las emisiones de obligaciones en el mercado interior. Esta situación plantea diversos problemas.

En primer lugar, discrimina según cual sea la naturaleza del sujeto pasivo, persona jurídica. La bonificación se aplica en la cuota. Por tanto será función del tipo de gravamen aplicable. Y los tipos de gravamen en el Impuesto sobre Sociedades son diversos: el general, el 33 por 100; las Cajas de Ahorros, el 18 por 100; las entidades parcialmente exentas, el 15 por 100.

En segundo lugar, discrimina contra las personas físicas, ya que éstas, en ningún caso, podrán beneficiarse de la bonificación.

Finalmente, plantea complejos problemas de liquidación, y resulta imposible determinar la cuantía exacta de las mismas. Por ello, dos suscriptores de obligaciones de un mismo empréstito pueden obtener tipos efectivos de rentabilidad muy diferentes, lo cual entorpece el desarrollo del mercado de títulos de renta fija.

A continuación se resume brevemente cuál es la situación actual en lo que se refiere a la bonificación de los empréstitos emitidos en el mercado interior.

A) Régimen general aplicable a las emisiones efectuadas con posterioridad a 1.° de enero de 1979.

Los rendimientos de los empréstitos emitidos a partir de 1.° de enero de 1979, podrán gozar de una bonificación de hasta el 95 por 100 de la cuota correspondiente en el Impuesto sobre Sociedades, al amparo de lo dispuesto en el artículo 25.*c)*.1 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre.

Esta bonificación no es aplicable en ningún caso cuando el tenedor de la obligación es una persona física, ya que dicha bonificación no está prevista en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Cuando es aplicable el régimen general, la sociedad emisora deberá retener, en todo caso —sea el perceptor persona física o jurídica—, el 15 por 100 de dichos rendimientos, según dispone el artículo 32 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre. A dicha retención no le es aplicable en ningún caso la bonificación que pueda reconocerse a cada empréstito.

B) Régimen transitorio.

El número 2 de la Disposición Transitoria Tercera de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, determina el respeto de los derechos adquiridos.

El Decreto-Ley 19/1961, de 19 de octubre, reconoció la posibilidad de conceder bonificaciones de hasta el 95 por 100 en las cuotas correspondientes al Impuesto sobre las Rentas del Capital, que gravaba los rendimientos de los empréstitos emitidos por sociedades españolas.

Esta norma se ha incorporado en todos los regímenes fiscales especiales que a lo largo del tiempo se han establecido. Así, en la Ley 152/1963, de 2 de diciembre, sobre industrias de interés preferente; régimen de acción concertada, etc.

De esta forma se ha venido reconociendo a determinadas sociedades la posibilidad de emitir empréstitos bonificados hasta un 95 por 100, y durante un plazo determinado —por ejemplo, durante el período de vigencia del acta de concierto firmada—. Bien entendido que se requería un acto administrativo expreso e individualizado, concediendo dicha bonificación a cada empréstito emitido.

Por tanto, el régimen transitorio es aplicable: a los empréstitos emitidos antes de 1.° de enero de 1979; y a los empréstitos emitidos desde 1.° de enero de 1979, cuando la sociedad emisora tenga un derecho adquirido para seguir emitiendo empréstitos bonificados, y durante el plazo que le quede por transcurrir.

En el régimen transitorio las sociedades emisoras de los empréstitos retendrán el 24 por 100 de los intereses que satisfagan, aplicando la bonificación correspondiente.

Los perceptores de dichos intereses podrán deducir de las cuotas del Impuesto sobre Sociedades o del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, según corresponda, la cantidad que se hubiese retenido de no existir la bonificación reconocida, y hasta el límite de la cuota.

No obstante, las sociedades de seguros y las entidades de crédito de todas clases deducirán de su cuota únicamente la cantidad efectivamente retenida.

Finalmente queda por abordar cuál es la base para practicar la bonificación.

La doctrina administrativa en este tema se reduce a los tres puntos siguientes:

a) La base para la bonificación será la parte proporcional de la base imponible correspondiente a los rendimientos objeto de bonificación, cuando el perceptor sea una entidad financiera, de seguros, de inversión colectiva, sociedad de cartera o sociedad de mera tenencia de bienes.

b) La base será la diferencia entre el rendimiento bruto y los gastos específicos en los demás casos.

c) Cuando se trate de entidades no residentes en España, sin establecimiento permanente, no se aplican gastos.

2. Intereses y dividendos procedentes de Ceuta y Melilla

A) *Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*

Si en la base imponible se computasen dividendos o intereses obtenidos en Ceuta y Melilla, y sus dependencias, se bonificará en el 50 por 100 la parte de la cuota que proporcionalmente corresponda a los mismos.

La cuota sobre la que se aplica la bonificación será el resultado de minorar en la cuota íntegra (base imponible para tarifa) la deducción general y las deducciones familiares.

La bonificación será aplicable a los rendimientos del capital mobiliario consistentes en dividendos, cuando procedan de beneficios obtenidos en dichos territorios.

A estos efectos, si se trata de sociedades domiciliadas fuera de los indicados territorios con establecimiento permanente en los mismos, o viceversa, se considerarán rendimientos obtenidos en Ceuta, Melilla y sus dependencias, la parte del rendimiento total de la sociedad equivalente a la proporción en que se encuentre el capital fiscal total de la misma con el correspondiente al establecimiento permanente, situado dentro o fuera de dichos territorios, según los casos.

En el caso de intereses de obligaciones o préstamos, cuando los capitales se hallen invertidos en dichos territorios y allí generen las rentas correspondientes.

B) *Impuesto sobre Sociedades*

Se bonificará en un 50 por 100 la parte de cuota del Impuesto de Sociedades que corresponda a los dividendos e intereses procedentes de Ceuta y Melilla.

Tendrán derecho a la bonificación las sociedades domiciliadas fiscalmente en Ceuta y Melilla; y las sociedades que operen mediante establecimiento permanente en dichas plazas, sean o no residentes en España.

Los dividendos e intereses que tienen derecho a la bonificación son los que se han definido al hablar del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

La cuota sobre la que se aplica la bonificación es la resultante de minorar la cuota íntegra (base imponible por tipo de gravamen) en las deducciones por doble imposición intersocietaria e internacional.

3. Sociedades de tenencia de títulos extranjeros

Las sociedades anónimas españolas creadas con autorización del Ministerio de Hacienda, y cuyo objeto social exclusivo sea la tenencia de acciones de sociedades extranjeras, y siempre que éstas no realicen actividad alguna en territorio español, disfrutarán de una bonificación del 99 por 100 de la cuota.

Esta cuota será la resultante de restar de la cuota íntegra las deducciones por doble imposición societaria e internacional.

Los rendimientos procedentes de la percepción de dividendos distribuidos por las sociedades extranjeras participadas, pueden haber sido gravados por un impuesto equivalente al de sociedades; cuando este gravamen extranjero sobre los dividendos percibidos sea inferior al Impuesto de Sociedades español, dará una cuota positiva, que es precisamente la que se bonifica.

V. DEDUCCION POR INVERSIONES

1. Impuesto sobre Sociedades

Las sociedades podrán deducir de la cuota líquida del impuesto el 10 por 100 del importe

de la suscripción de valores mobiliarios de sociedades cuyos títulos tengan cotización calificada en Bolsa.

Valores que pueden gozar de la deducción. De una parte, la posibilidad de gozar de la deducción se restringe a los supuestos de suscripción. Es decir, se incentiva solamente la inversión primaria, al contrario de lo dispuesto en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, que incentiva igualmente la inversión por adquisición de valores.

De otra, sólo se incentiva la suscripción de valores mobiliarios de sociedades que tengan cotización calificada en Bolsa. Se excluyen, por tanto, del incentivo no sólo los títulos de sociedades que no coticen en Bolsa o que, cotizando, no ostenten la condición de cotización calificada, sino también toda clase de fondos públicos. No obstante, la Deuda Pública del Estado y del Tesoro emitida en 1980 es apta para disfrutar de este incentivo. Análogamente, en virtud de lo previsto en el número 9 del artículo 41 de la Ley 74/1980, de Presupuestos para 1981, también se aplica la deducción a las emisiones de Deuda Pública del Estado (no del Tesoro) efectuadas en este año.

Es de advertir que los títulos de nueva emisión se considerará que tienen cotización calificada si la tienen reconocida para las emisiones inmediatas anteriores.

Base y momento de la deducción. Por lo que se refiere a la base para la deducción de este incentivo, será el importe efectivamente desembolsado, y respecto al momento de practicar la deducción, se entenderá que la suscripción ha sido realizada, a elección del contribuyente, en la fecha en que el Banco mediador cargue el importe en cuenta, en la fecha en que se cumplimentó la orden de suscripción dada directamente por el sujeto pasivo al agente mediador, o en defecto de las anteriores, en la fecha de la póliza de suscripción correspondiente.

No obstante lo anterior, cuando el período de suscripción comprenda parte de dos ejercicios el sujeto pasivo podrá optar por aplicar la inversión a cualquiera de los mismos, y cuando en el momento de la suscripción no se desembolse íntegramente su importe podrá realizarse la deducción por la cuantía desembolsada en cada ejercicio.

Permanencia de la inversión. Finalmente, en cuanto a la permanencia de la inversión, aun cuando el artículo 60 del Real Decreto 3.061/1979, de 29 de diciembre, establece con carácter general que los bienes acogidos a la deducción podrán ser enajenados libremente a partir del ejercicio económico inmediato a aquel en el que se adquirieron, el artículo 34.2 de la Ley de Presupuestos de 1980 dispuso que las suscripciones realizadas durante dicho año deberían mantenerse inexcusablemente durante un plazo de tres años, precepto que fue prorrogado para 1981 por el número 8 del artículo 41 de la Ley 74/1980.

En definitiva, las suscripciones realizadas durante 1980 y 1981 deberán mantenerse por un plazo de tres años, pero no las efectuadas durante 1979.

Naturalmente, si se incumpliese este requisito con posterioridad al disfrute de la deducción habría que rectificar adecuadamente la liquidación del ejercicio en el que el incumplimiento se produjera.

El exigir un plazo de permanencia de la inversión en valores mobiliarios plantea el problema de si la amortización o canje de los valores dentro de dicho plazo implica la pérdida de la deducción por inversiones.

El problema ha sido resuelto en la consulta número 113 de la citada Orden de 17 de junio de 1981, cuyo texto es el siguiente:

Planteamiento: Si la desgravación reconocida por el artículo 26 de la Ley 61/1978, como consecuencia de la inversión en suscripción de bonos de tesorería convertibles o canjeables en acciones, títulos éstos emitidos por la sociedad, que goza de cotización calificada en Bolsa, y que se extenderá a los bonos de nueva emisión en base al derecho reconocido y trámites establecidos por la Orden de 10 de abril de 1981, no se pierde por el hecho de que se ejercite la opción de convertibilidad o canje antes de haber transcurrido tres años a partir de la fecha de la suscripción de los títulos de renta fija, siempre que los títulos de renta variable recibidos por la conversión o canje permanezcan en el patrimonio del contribuyente por el tiempo que resta para cumplir el plazo de permanencia de la inversión exigido por el artículo 41.8 de la Ley 74/1980, que prorroga lo dispuesto en el número 2 del artículo 34 de la Ley 42/1979.

Contestación: Los requisitos para que, en el caso descrito, se adquiera y mantenga el derecho a la deducción por inversiones, en su modalidad de sus-

cripción de valores, son los siguientes:

a) Que los títulos emitidos obtengan la cotización calificada y se adquieran por suscripción.

b) Que la operación de canje se contemple en las condiciones de emisión.

c) Que los títulos entregados en la operación de canje al suscriptor sean de nueva emisión y adquieran la cotización calificada.

d) Que tanto los títulos primeramente emitidos como los entregados en el canje procedan de la misma entidad emisora.

e) Que el mantenimiento de la inversión por el suscriptor, a contar desde la suscripción de los títulos primeramente emitidos y luego canjeados, sea, como mínimo, de tres años ininterrumpidos, sin que se considere interrupción la operación de canje.

El Proyecto de Ley de Presupuestos para el año 1982 contiene una modificación importante en la deducción por inversiones, modalidad de suscripción de valores.

Sintéticamente el contenido del Proyecto es el siguiente:

a) Se incentiva la inversión neta por suscripción de valores. Definiéndose esta inversión neta por la diferencia entre las suscripciones de valores efectuadas durante el año 1982 y las enajenaciones efectuadas desde 1.° de octubre de 1981 a 31 de diciembre de 1982.

b) La base de la deducción tendrá como límite máximo la cuantía de la parte de beneficio del ejercicio 1981 destinada a reservas.

c) El límite de la cuota será el 20 por 100.

d) Se exige el mantenimiento de la inversión durante cinco años.

2. Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas

Las personas físicas podrán deducir de la cuota del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas el 15 por 100 del importe de la adquisición de valores públicos o privados de renta fija o variable con cotización calificada en Bolsa.

Aquí surge la diferencia esencial con el Impuesto sobre Sociedades, que incentiva únicamente la suscripción de valores mobiliarios, como forma de potenciar el mercado de emisiones. Por el contrario, en el Impuesto sobre la Renta se incentiva tanto la suscripción como la adquisición en Bolsa de los valores.

El importe de la inversión no podrá exceder del 25 por 100 de la base imponible del adquirente de los títulos y, en su caso, de la correspondiente a la unidad familiar.

Además, y suponiendo que el contribuyente únicamente invierta en valores, es necesario que el importe comprobado del valor de su patrimonio al finalizar el año exceda del valor del mismo al comienzo de aquél, y este exceso sea por lo menos igual al importe de la inversión.

Para poder gozar de esta deducción será preciso que los valores adquiridos permanezcan en el patrimonio del contribuyente durante un plazo mínimo de tres años.

La interrupción del plazo de permanencia determinará la pérdida del beneficio, con imputación al período impositivo en que tal hecho se produzca, sin perjuicio de los intereses de demora y sanciones que procedieran.

El nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta enumera una serie de casos en los que no se considera que se interrumpe el período de permanencia de la inversión, y de esta forma evita la congelación de los títulos fuera del mercado.

Cabe destacar, entre otros, los siguientes:

Cuando los títulos-valores fueran objeto de amortización o enajenación antes de haber transcurrido el plazo de tres años desde su adquisición, siempre que el importe obtenido se reinvierta dentro de los treinta días siguientes al cobro en otros valores igualmente calificados, hasta completar el indicado plazo de tres años.

En el supuesto de canje o conversión de títulos antes de finalizar el mencionado plazo de tres años, si los nuevos títulos-valores tuvieran la consideración de cotización calificada en Bolsa y siempre que éstos permanezcan en poder del adquirente hasta completar el citado plazo.

En el supuesto de disolución de la sociedad emisora de los títulos, siempre que el importe obtenido o, en su caso, el equivalente a la adjudicación de los bienes, se invierta en los treinta días siguientes a la fecha de adjudicación o reembolso de la cuota en valores aptos para la deducción hasta completar el plazo reglamentario.

Las Leyes de Presupuestos de los años 1980 y 1981, así

IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FISICAS

(Porcentaje de deducción por adquisición de valores)

CLASES DE TITULOS	*Ley del Impuesto*	*Ley de Presupuestos 1980*	*Ley de Presupuestos 1981*	*Ley de Presupuestos 1982*
En general	15	15	15	15
Deuda Pública del Estado	15	22	22	15
Deuda Pública del Tesoro	15	22	15	15
Renta fija Banca oficial	15	20	20	15
INI, RENFE, Telefónica, Eléctricas	15	20	20	15
Renta fija o variable para financiar inversiones energéticas	15	15	20	15

como el Proyecto de Ley de Presupuestos para el año 1982, han hecho uso de la autorización contenida en la Disposición Adicional Segunda de la Ley del Impuesto sobre la Renta, y han modificado, con carácter coyuntural, el porcentaje de deducción correspondiente a la adquisición de valores de determinados sectores.

El cuadro adjunto recoge estas modificaciones, bien entendido que los porcentajes que se indican por cada año sólo son aplicables a las adquisiciones efectuadas dentro de la vigencia de la respectiva Ley de Presupuestos.

VI. CONCLUSION

En las páginas que anteceden se han examinado los problemas que, a mi juicio, son los más importantes en el tratamiento fiscal de los valores mobiliarios en los impuestos sobre la renta. Otros problemas, quizás más importantes, no han sido objeto de consideración. Entre ellos, el tratamiento fiscal de los valores de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria, y los de las sociedades en régimen de transparencia fiscal. En cuanto a los primeros, el Proyecto de Ley sobre Entidades de Inversión Colectiva, que en breve plazo el Gobierno elevará a las Cortes Generales, probablemente suponga un cambio muy importante en su régimen tributario. Por lo que se refiere al segundo, parece oportuno demorar su estudio a la, esperemos próxima, aprobación del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.

ANALISIS TECNICO SOBRE EL REGIMEN FISCAL DE LOS VALORES MOBILIARIOS

Jesús Quintas Bermúdez pretende describir, con cierta profundidad, el comportamiento de los mecanismos fiscales de la imposición sobre la renta (tanto de las personas físicas como de las sociedades), que se relacionan con los valores mobiliarios, tratando no de recoger las normas, sino de explicar su funcionamiento.

El enfoque es el del análisis microeconómico, tomando en consideración los principios de imposición y, en especial, el de neutralidad, que se interpreta en el sentido de que dos hechos de igual significación económica deben tener igual tratamiento tributario, salvo que expresamente se haya pretendido establecer un tratamiento desigual. Para un mejor seguimiento del tema, se exponen gráficos, ejemplos y formulaciones matemáticas.

Una vez realizado el análisis, centrado en la deducción por doble imposición y los incentivos fiscales, se proponen diversas modificaciones que permitirían mejorar el funcionamiento neutral de los mecanismos establecidos.

I. INTRODUCCION

EL establecimiento o reforma de todo sistema fiscal debe reunir, metodológicamente, estos requisitos:

a) Delimitación de los criterios político-sociales que deben inspirar el sistema fiscal en su conjunto.

b) Establecimiento de los principios hacendísticos respecto a la configuración más conveniente del sistema fiscal, especialmente en lo relativo a la elección de las figuras impositivas a adoptar.

c) Establecimiento de los principios de imposición que han de tenerse en consideración en el desarrollo y regulación de cada figura impositiva.

En la enumeración anterior se ha prescindido de los aspectos formales y procedimentales que necesariamente conlleva todo proyecto normativo, centrándonos, por el contrario, en los planteamientos de política económica, bajo supuestos de racionalidad y coherencia.

La delimitación de los criterios político-sociales se realiza, especialmente, en el artículo 31.1 de la Constitución (1) y en el artículo 4.º de la Ley General Tributaria (2). Teniendo en cuenta la diferencia de rango y de fecha de ambas normas, cabe deducir un menor hincapié en su utilización como elemento de intervención, prefiriéndose el camino del incentivo y el estímulo, característica que suelen reunir los sistemas fiscales modernos.

Respecto de la configuración del sistema fiscal, la ausencia de una norma de ordenación tributaria (ante la falta de referencia a este aspecto de la Ley General Tributaria), no deja más alternativa que aceptar como todavía válida, al menos aparentemente, la celebrada expresión del profesor Albiñana, calificando el sistema fiscal español como fruto del acarreo histórico, más que de la estructura lógica preconizada por Wagner. Incluso, nuestra norma fundamental incurre en la ausencia de delimitación de las esferas tributarias, lo que ha propiciado la coexistencia, en función de los estatutos de autonomía, de una misma figura impositiva en diversas esferas, lo que puede dar lugar a problemas de desigual distribución, directa o indirectamente, de la carga tributaria por motivos especiales distintos del empleo de políticas de desarrollo regional.

Con todo, nuestra intención es circunscribir el presente trabajo al tercer aspecto y, dentro de él, a aquellas facetas que se relacionan con el tratamiento de los valores en la imposición sobre la renta (Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas e Impuesto sobre Sociedades), tratando de ilustrar el comportamiento de los distintos mecanismos introducidos y de analizar si dicho comportamiento provoca distorsiones o efectos no buscados o indeseados.

En este análisis, tomamos como hipótesis previa la de que el sistema fiscal no pretende distorsiones de los distintos mercados, fuera de la que supone la propia existencia del sistema fiscal y de las expresamente manifestadas en la configuración de cada impuesto (hipótesis de neutralidad). No obstan-

te, en ocasiones se hace preciso entrar a considerar si la propia configuración de los mecanismos técnicos no produce distorsiones que afectan al principio de neutralidad que, a nivel de derecho positivo, aparece recogido en el artículo 25.3 (3) de la Ley General Tributaria.

En el aspecto más concreto que abordaremos en este trabajo, hemos considerado oportuno analizar dos de las cuestiones peculiares de la tributación de los valores mobiliarios, aun cuando alguna de ellas no sea exclusiva:

a) Deducción por doble imposición.

b) Incentivos fiscales a la inversión.

El enfoque del trabajo será descriptivo y analítico, pero sin descender al nivel de las normas, sino al de funcionamiento de los diferentes mecanismos.

II. DEDUCCION POR DOBLE IMPOSICION

1. Justificación y planteamiento (4)

La deducción por doble imposición económica ha de calificarse como un ajuste técnico, necesario para eliminar la doble imposición que se entiende producida en los dividendos distribuidos.

El fundamento de considerar que existe una doble imposición económica radica en que el dividendo distribuido procede de unos beneficios que ya tributaron con anterioridad en el Impuesto sobre Sociedades (IS) y que se ve nuevamente sometido a gravamen en el perceptor, ya sea persona física o jurídica, dando lugar a la que suele denominarse «doble imposición económica».

Sin embargo, no faltan opiniones contrarias a esta postura, que pueden sintetizarse como sigue:

a) La imposición sobre la renta es una imposición «en cascada» y, por tanto, siempre entraña una doble imposición económica, que afecta no sólo a los dividendos de sociedades sino a todas las partidas que tengan la consideración de aplicación de renta.

b) Si se hubiese considerado oportuno eliminar, en la parte procedente de sociedades, la doble imposición, se habría optado por la no instauración del Impuesto sobre Sociedades.

c) Salvo en los casos de empresas «cerradas» o participaciones significativas, existe una separación, jurídica y económica, entre sociedad y socio, por lo que éste no se considera doblemente gravado, siendo para él activos financieros sustitutivos las obligaciones y las acciones, por lo que la eliminación o atenuación de la doble imposición introduce un factor de discriminación en favor de la inversión en acciones.

El peso de estos argumentos es diferente y variable, según la perspectiva particular desde la que se consideren, pero, en cualquier caso, demuestra que la noción de doble imposición económica no es tan evidente como aparenta, lo que justifica (al margen de las razones meramente recaudatorias) el que, en general, se opte por soluciones tendentes a su atenuación y no a su eliminación.

Incluso en las soluciones de atenuación, éstas se han abierto campo más fácilmente (pudiendo servir de ejemplo la situación española antes y después de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre) (5) en el campo de los repartos intersocietarios que en el de las distribuciones de beneficios sociedad-persona física, respecto de las que, en algunos países, todavía se mantiene la tesis de no atenuación de la doble imposición.

Los mecanismos de atenuación/eliminación de la doble imposición más comúnmente aplicados (y establecidos ambos en el sistema fiscal español) son los de deducción variable en cuota y régimen de transparencia, en sus diversas variantes. En esta sección, nos dedicamos a analizar el primero de estos mecanismos: la deducción por doble imposición.

Previamente, conviene tener en cuenta que la deducción por doble imposición precisa de una hipótesis previa, implícita o explícita, respecto de dónde se considera producida la doble imposición:

1) *Doble imposición en el origen*

En este caso, se considera que los perceptores intermedios y el pagador inicial constituyen sujetos interpuestos y que, por tanto, la tributación efectiva corresponde al último perceptor.

Bajo esta hipótesis, se tiende a atenuar o eliminar la doble imposición habida en el pagador y, para ello, los elementos que determinan la cuantía de la deducción, según la expresión:

$$\text{Deducción} = \text{tipo} \times \text{base de deducción} =$$

($D = t \cdot R$, en forma simbólica),

se toman considerando como tipo el de la pagadora y como base de deducción el importe íntegro de los dividendos percibidos.

Esta hipótesis se ajusta a la realidad histórica (la cadena se alarga introduciendo nuevos eslabones intermedios, en lugar de nuevos eslabones extremos) de los hechos, pero, sin embargo, presenta diversos inconvenientes técnicos y administrativos, entre los que destacamos:

a) Ha de definirse cuál de los diversos tipos producidos en la pagadora (íntegro real, íntegro ajustado, líquido, efectivo) ha de tomarse en consideración, lo que puede originar extensiones o reducciones de los beneficios y estímulos concedidos a la entidad pagadora, sin que resulte fácil, además, encontrar una forma sencilla de aplicación general para resolver el problema.

b) En general, el establecimiento del tipo puede resultar problemático en los casos de participaciones intersocietarias en cadena o de carácter recíproco.

c) Puede dar lugar a una deducción superior a la cuota de la perceptora, lo que puede distorsionar el proceso de liquidación y gestión (teóricamente, habría que devolver, además de las retenciones a cuenta, el exceso de la deducción sobre la cuota íntegra), provocando también problemas adicionales de comprobación y control.

d) Favorece la aparición de «rentas fiscales» (es decir, es posible obtener beneficios económicos no como consecuencia de una actividad económica, sino mediante operaciones destinadas a concentrar o dispersar el efecto de las normas fiscales).

2) *Doble imposición en el destino*

La hipótesis utilizada en esta alternativa es la de considerar como definitiva la tributación establecida en los anteriores escalones, por lo que la producida en el último implica un sobregravamen, que es el que se pretende atenuar o eliminar.

Desde una perspectiva histórica, esta hipótesis no se ajusta fielmente a la realidad, pero, sin embargo, permite resolver los problemas planteados con la alternativa anterior, ya que:

a) El tipo es el íntegro de la perceptora, puesto que, al ser un ajuste técnico, la deducción por doble imposición opera directamente sobre la cuota íntegra.

b) No existe incertidumbre alguna sobre el tipo a aplicar.

c) Se elimina la posibilidad de que resulte una deducción superior a la cuota íntegra.

Respecto de la característica *c)* que acabamos de mencionar, conviene añadir que la base de deducción ha de ser el rendimiento neto de la perceptora correspondiente a los dividendos, ya que sólo respecto de tal rendimiento neto se produce la sobre-imposición (puesto que los gastos ya han servido para minorar la base imponible).

2. Mecanismos utilizados en el sistema fiscal español

Como ya se ha expuesto con anterioridad, previamente a la aprobación de la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), sólo se contemplaba la doble imposición económica en el ámbito intersocietario, bajo una concepción de destino, y con una finalidad de atenuación, no de eliminación, en la generalidad de los casos.

Por tanto, se producía una tributación total en los dos puntos extremos de la cadena y una tributación parcial en los eslabones intermedios. Desde una consideración microeconómica, limitada exclusivamente a los distintos pasos seguidos por un flujo inicial de renta, la tributación total que recaerá sobre dicho flujo depende, primordialmente, del número de escalones que recorra, aunque también han de tomarse en consideración:

- El porcentaje de gastos que recae sobre los dividendos (intereses, gastos de gestión, etc.).
- El tipo de gravamen de las entidades intermedias.
- El tipo de gravamen del perceptor final.
- Los porcentajes de deducción por doble imposición intersocietaria.

La reforma de la imposición sobre la renta de 1978 introduce cambios sustanciales en la atenuación/eliminación de la doble imposición económica, cuyas notas más significativas son:

a) Se introduce la deducción en el último eslabón (sociedad-persona física), mediante la aplicación del tipo marginal mínimo a los dividendos íntegros.

b) En los eslabones intermedios, deducción por doble imposición intersocietaria, se altera el mecanismo que pasa a ser tipo «origen», aplicando el tipo

medio efectivo al importe íntegro de los dividendos.

c) Se establecen dos únicos tipos de deducción (50 por 100 y 100 por 100).

Al igual que en la situación inicial, se produce una tributación parcial en los eslabones intermedios, pero, como consecuencia de la aplicación de una deducción tipo «origen», también se produce una tributación parcial, por vía indirecta, en el eslabón inicial, pudiéndose considerar, en el eslabón final, dos hipótesis formalmente diferentes, aunque su resultado fiscal sea el mismo:

a) Se produce una tributación total en el último eslabón, y parcial en el penúltimo.

b) Se produce una tributación parcial en el último eslabón, y total en el penúltimo.

Dentro de este esquema general, el principal problema resulta ser la determinación del tipo medio efectivo de gravamen, ya que:

1) Existen diversos tipos medios efectivos de gravamen, dada la falta de definición legal del mismo y el proceso sucesivo de liquidación. Reconocer un tipo medio efectivo cercano al tipo de gravamen puede favorecer la aparición de «rentas fiscales», al no tomar en consideración las reducciones reales del mismo que no se derivan de medidas de política económica. Si, por el contrario, se toma un tipo medio efectivo cercano al líquido resultante, se puede producir una sobre-imposición, que elimine parcialmente el efecto de los incentivos y estímulos fiscales a la inversión y el empleo.

2) En el caso de participaciones cruzadas o en cadena, el establecimiento de cualquier tipo medio efectivo puede ser, de hecho, una tarea impracticable.

Estos problemas, especialmente el segundo, han pretendido ser resueltos (6) por la Administración de la manera siguiente:

a) Se define el tipo medio efectivo de gravamen como el cociente entre las cuotas ingresadas por el Impuesto sobre Sociedades (incluyendo como cuota las retenciones) y la base imponible sometida a gravamen.

b) A efectos de la liquidación provisional, se permite aplicar en los cálculos el tipo íntegro de gravamen general (33 por 100).

Puede verse que estos criterios no resuelven el problema, sino que lo aplazan, al tiempo que, según lo dicho en 1) suponen una pérdida parcial de los incentivos fiscales reconocidos a la sociedad pagadora.

Ante esta situación, el proyecto de Ley de Asociaciones y Uniones de Empresas (7) ha optado por cambiar el mecanismo de deducción al criterio «destino», con lo que la solución final, caso de aprobarse el texto del Proyecto en este punto, se aproxima bastante a la existente con anterioridad al 1 de enero de 1979, con la novedad de la extensión de la deducción por doble imposición al perceptor (persona física) final.

No puede finalizarse esta exposición sin volver a abordar el tema de partida sobre la existencia o no de doble imposición económica que haya de ser eliminada, habida cuenta de que existen rentas que, por no haber tenido la consideración de gasto deducible en el pagador, también soportan una doble imposición. La posición de réplica acostumbra a ser que esta situación se da casi exclusivamente en las personas físicas (lo cual es cierto) y que obedece a actos de consumo, que se considera no existen en las sociedades; cabe argumentar que el objeto de la imposición sobre la renta es, precisamente, la renta y no el consumo y que ésta se define por la diferencia entre ingresos y gastos y que se reconoce que los dividendos no son gastos (puesto que derivan de un contrato de sociedad y de unas normas de reparto, no pudiéndose considerar derivados de una obligación o de la contraprestación de un consumo), por lo que forzosamente son una aplicación de renta, como cualquier otra, sometida, por tanto, a todos los efectos de la imposición «en cascada» de la renta.

A continuación se expone el gráfico 1, brevemente comentado, en el que se compara, según el número de eslabones intermedios, la tributación real recaída:

a) Sobre los dividendos, según la regulación anterior a 1 de enero de 1979.

b) Sobre los dividendos, según la regulación actual (deducción: 50 por 100).

c) Sobre los dividendos, según la regulación actual (deducción: 100 por 100).

d) Sobre los dividendos, según la modificación proyectada (vid. nota 7).

e) y *f)* Sobre las transferencias de renta no calificadas de partida deducible en el pagador.

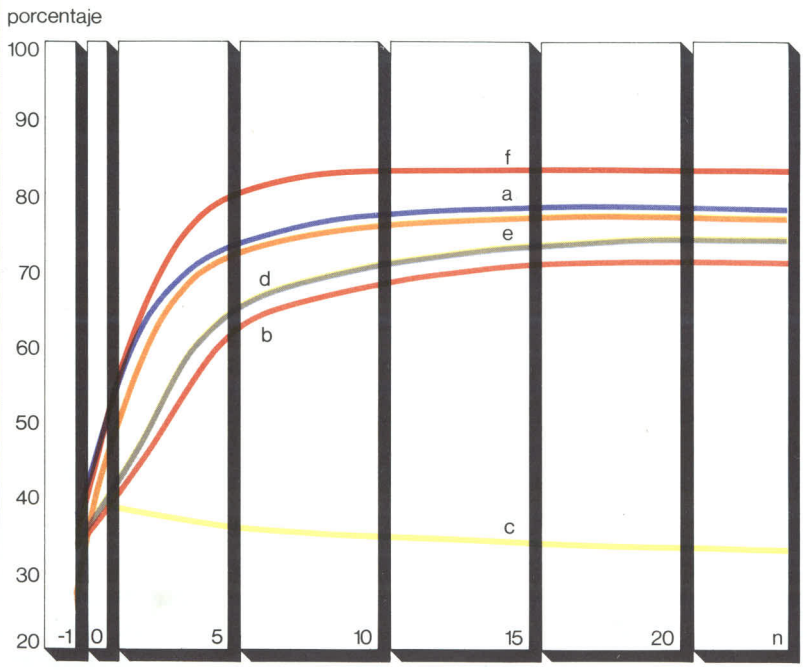
En este último caso, se ha supuesto un nivel total de ingresos semejante, de modo que el

GRAFICO 1.
TRIBUTACION ACUMULADA ORIGINADA POR LA DOBLE IMPOSICION ECONOMICA

En la figura se expone gráficamente la tributación acumulada, en función del número de eslabones intermedios (es decir, excluido el primer eslabón en el que se grava la renta; por ello, cuando sólo se grava en un eslabón, el número de eslabones intermedios es «—1»), según las distintas alternativas señaladas en el texto, que pueden agruparse como sigue:

- 2, referidas a casos de no eliminación de la doble imposición (en el IRPF y en el IS): letras «e» y «f».
- 2, referidas a los mecanismos establecidos en la reforma de 1978 (según la deducción el IS sea del 50 por 100 —b—, o del 100 por 100 —c—).
- 1, referida a la situación anterior más general: letra «a».
- 1, referida a la modificación proyectada, para el caso de deducción del 50 por 100: letra «d».

Los cálculos se desarrollan en el Apéndice.



tipo medio de gravamen sea igual en todos los escalones, exponiéndose en el Apéndice los cálculos realizados.

3. Imperfecciones del sistema

En el apartado anterior ya hemos comentado las imperfecciones y problemas del mecanismo actual y las perspectivas de reforma del mismo, al tiempo que hemos ilustrado la discriminación (en términos analíticos y matemáticos) que la deducción de la doble imposición sobre dividendos supone respecto de las restantes rentas doblemente gravadas. Por tanto, no es éste el propósito de este nuevo apartado, sino el de exponer casos particulares que parecen revelar una imperfección del mecanismo de deducción. Evidentemente, la exposición no pretende ser exhaustiva y el lector probablemente descubra otras situaciones; sin embargo, la frecuencia con la que se producen operaciones del tipo de las que seguidamente se describen, les concede una especial importancia, así como a las posibles soluciones de las deficiencias apreciadas. En concreto, los casos considerados son:

- Acciones liberadas.
- Incrementos de patrimonio.
- Tipos bonificados.

3.1. Acciones liberadas

En el derogado Impuesto sobre las Rentas del Capital (8), la entrega de acciones liberadas tenía la consideración de dividendo; de este modo, si el socio era a su vez una sociedad, tenía derecho a aplicar la deducción por doble imposición intersocietaria, que resultaba, por tanto, aplicable a todos los beneficios que fuesen objeto de distribución, directa o indirectamente.

En la nueva regulación (9), la recepción de acciones liberadas produce una reducción del coste medio de las acciones (por lo que no se considera como dividendo); cuando se realice la enajenación total o parcial de la cartera, surgirá la renta, pero en concepto de incremento de patrimonio, y no dará derecho a aplicar la deducción por doble imposición. La diferencia de carga tributaria puede apreciarse, para un caso sencillo (sin eslabones intermedios), en el ejemplo que recoge el cuadro n.º 1, que se expone a continuación.

La nueva regulación parece

basarse en la hipótesis de considerar la inversión en acciones como una operación única (véase también, por ejemplo, el tratamiento de los derechos de suscripción), cuyo resultado sólo puede conocerse en el momento de la desinversión final, con lo que si pretendemos gravar las ganancias de capital realizadas, no lo será la recepción de acciones liberadas. Al mismo tiempo, evita la posibilidad de «inflar» el valor de las acciones, en el caso de que se compren inmediatamente antes de que se realice una ampliación liberada. Finalmente, la contrapartida a la desventaja de la no aplicación de la deducción puede estar en el crédito de impuesto inherente al no cómputo, en el momento de recepción, como renta de las acciones liberadas.

A esta posición, sin embargo, deben oponerse los siguientes reparos:

1) La inversión en acciones no es tanto una operación única como una actividad, en cuyo seno se realizan operaciones de diferente naturaleza y, como tal actividad, deben determinarse los resultados a medida que se realizan las operaciones.

2) Desde una consideración financiera, la nueva regulación desconoce la realidad de que se ha producido una distribución de reservas, que, en lugar de satisfacerse en metálico, se abona en especie, mediante la entrega de un título transmisible (con grado de liquidez cercano al del dinero), discriminando en contra de las políticas empresariales de autofinanciación.

3) La posible revalorización ficticia de la cartera puede resolverse considerando la operación como de «cupón corrido» (10), cuando las reservas capitalizadas sean anteriores a la adquisición de las acciones.

4) No es argumento admisible el de la compensación de efectos, puesto que éstos no son necesariamente equivalentes y están en función de factores manipulables por el contribuyente.

Por tanto, la solución más conveniente es la de considerar la recepción de acciones liberadas como dividendo (sin perjuicio de la aplicación de la regla de «cupón corrido»), con derecho a practicar la deducción por doble imposición sobre la parte liberada en la ampliación.

CUADRO N.º 1

TRATAMIENTO DE LAS ACCIONES LIBERADAS

PLANTEAMIENTO:

Se pretende determinar la diferente carga fiscal soportada por un accionista que obtiene una renta de 100 u.m. de una cartera de valores, como consecuencia de una ampliación de capital, según la sociedad decida:

A) Realizar una ampliación liberada (suponemos vende sus acciones después de dicha ampliación).

B) Distribuir el dividendo y ampliar a continuación a la par (suponemos el accionista aporta el dividendo neto percibido y la parte correspondiente a la retención).

CONCEPTOS	*Solución «A»*	*Solución «B»*
1) SOCIEDAD		
• Beneficio d/I.S.	100	100
• Retención (15 por 100)	—	15
DIVIDENDO NETO	—	85
2) SOCIO (PERSONA FISICA)		
• Dividendo íntegro	—	100
• Incremento de patrimonio	100	—
RENTA DE LA CARTERA	100	100
CUOTA INTEGRA (25 por 100)	25	25
— Deducción doble imposición	—	(15)
CARGA FISCAL NETA	25	10

3.2. Incrementos de patrimonio

Aun cuando pueda parecerlo, el caso de los incrementos de patrimonio no es semejante al de las acciones liberadas, sino que presenta características diferentes, y puede resumirse como sigue: un inversor tiene una cartera representada por acciones, que enajena; estas acciones tienen incorporada una alícuota de reservas formadas con beneficios retenidos. Esta situación puede hacernos pensar que debiera permitirse al enajenante aplicar la deducción por doble imposición sobre el incremento de patrimonio obtenido, incluso en el caso de que el precio de

CUADRO N.º 2

EFECTOS DE LA APLICACION DE LA DEDUCCION POR DOBLE IMPOSICION A LOS INCREMENTOS DE PATRIMONIO OBTENIDOS EN LA VENTA DE ACCIONES

PLANTEAMIENTO:

Suponemos una inversión en acciones de 1.000 u.m., a las que corresponden 200 u.m. de beneficios retenidos (no computados en el coste de la inversión).

Bajo la hipótesis de que los incrementos de patrimonio obtenidos en la venta de acciones diesen derecho a la deducción por doble imposición, se trata de exponer las consecuencias en los siguientes casos:

1) Encadenamiento de ventas.
2) Distribución de la reservas después de la venta.

	CONCEPTOS	*Cadena de ventas*	*Venta directa*
CADENA DE VENTAS DE ACCIONES CON PERDIDAS	1) INVERSOR «X»		
	+ Precio enajenación	1.500	
	— Precio de adquisición	—1.000	
	RENTA INVERSOR «X»	500	
	DEDUCCION DOBLE IMPOSICION ...	75	
	2) INVERSOR «Y»		
	+ Precio de enajenación	1.000	
	— Precio de adquisición	—1.500	
	RENTA INVERSOR «Y»	— 500	
	3) INVERSOR «Z»		
	+ Precio de enajenación	1.200	1.200
	— Precio de adquisión	—1.000	—1.000
	RENTA INVERSOR «Z»	200	200
	DEDUCCION DOBLE IMPOSICION ...	30	30
	TOTAL DEDUCCION DOBLE IMPOSICION.	105	30

	CONCEPTOS	*Con venta*	*Sin venta*
DIVIDENDO POSTERIOR A LA VENTA	1) INVERSOR «X»		
	+ Precio enajenación	1.200	
	— Precio de adquisición	—1.000	
	RENTA INVERSOR «X»	200	
	DEDUCCION DOBLE IMPOSICION ...	30	
	2) INVERSOR «Y»		
	DIVIDENDO (renta fiscal)	200	200
	DEDUCCION DOBLE IMPOSICION ...	30	30
	TOTAL DEDUCCION DOBLE IMPOSICION.	60	30

enajenación fuese superior al valor teórico de los títulos, ya que la aparente sobre-deducción se vería compensada con la menor deducción que correspondería al nuevo adquirente cuando, a su vez, enajene los títulos.

Sin embargo, este planteamiento no toma en consideración dos posibles situaciones, que se exponen mediante un ejemplo en el cuadro n.º 2:

a) Que en la segunda enajenación se produzca una disminución patrimonial, en cuyo caso se consolidaría el exceso de deducción habido en la enajenación anterior.

b) Que se distribuyan como dividendos las reservas, lo que provocará una duplicidad de la deducción.

Por tanto, la solución más adecuada es la de no permitir la aplicación de la deducción por doble imposición (aun cuando ello supone una traslación de la deducción al adquirente) en los incrementos de patrimonio obtenidos en la enajenación de acciones, salvo en los casos de separación de socios y disolución de sociedades, tal como establece la normativa vigente (11).

3.3. Tipos bonificados

Entendemos como tipos bonificados los que resultan de aplicar reducciones o bonificaciones en cuota que no tengan el carácter de incentivo fiscal o ajuste técnico. Aun cuando es posible que dichas reducciones o bonificaciones se apliquen sobre partes de renta o de cuota, respectivamente, generalmente se aplican sobre la totalidad de la magnitud correspondiente que, como se aprecia en la clasificación de la sección si-

guiente, se relaciona estrechamente con la deuda tributaria. Por ello, a igualdad de condiciones en cuanto a incentivos fiscales, la sociedad que disfrute de alguna de las reducciones o bonificaciones a que aludíamos al principio de este punto tendrá un tipo real inferior y, por ello, la deducción por doble imposición debiera ser también inferior.

La regulación actual (12) del Impuesto sobre Sociedades no entra a distinguir entre las minoraciones de cuota que suponen un incentivo fiscal y los tipos bonificados, introduciéndolos a todos ellos en el proceso liquidatorio de manera conjunta, después de los ajustes técnicos (13), lo que equivale a alterar el orden lógico de liquidación a seguir, para ser coherente con la argumentación del párrafo anterior.

Sin embargo, el orden en que se apliquen las minoraciones es, en este caso, irrelevante, por lo que, ateniéndonos al resultado final, la alteración del orden lógico se convierte en una incorrección de carácter formal, pero que no altera la tributación total. No obstante, esta conclusión no puede generalizarse al caso de la deducción por inversiones, en el que el orden liquidatorio sí que puede alterar el resultado final.

III. INCENTIVOS FISCALES

1. Beneficios y ajustes fiscales

En sentido estricto, sólo cabe considerar como beneficios fiscales aquellos mecanismos que permiten minorar la carga tributaria que, de acuerdo con los principios técnicos de la imposición y la estructura del impuesto, correspondería, justificándose bien por una finalidad de incentivo bien por una finalidad de protección, basada en consideraciones político-sociales.

Mas si repasamos el proceso liquidatorio de buena parte de los impuestos de un sistema fiscal moderno, encontraremos, al lado de auténticos beneficios fiscales, otras correcciones que, con la misma configuración técnica, responden, sin embargo, a consideraciones de ajuste técnico. Incluso, en ocasiones, no resulta fácil distinguir el auténtico papel de determinadas correcciones o, en el caso de ajustes técnicos, pueden producirse ventajas o desventajas relativas, en función del mecanismo adoptado. Por ello es posible y conveniente adoptar una acepción más amplia del término beneficio fiscal, de modo que se identifique con toda corrección que minore la cuota íntegra teórica, en ausencia de cualquier tipo de excepción o particularidad.

La diversidad de correcciones posibles sobre dicha cuota íntegra teórica puede apreciarse en el cuadro n.º 3 (14).

2. Deducción por inversiones

En el ámbito societario, la deducción por inversiones presenta múltiples modalidades, una de las cuales se relaciona con la adquisición de valores mobiliarios. Tratando de encontrar la finalidad de este incentivo, parece razonable pensar que ésta sea la de favorecer la extensión del mercado de valores como fuente directa de financiación empresarial, incentivando la aplicación de excedentes empresariales a la suscripción de títulos (ya que la mera adquisición no garantiza la expansión del mercado de valores, puesto que la masa de títulos permanece inalterada); al mismo tiempo, si queremos que dicha expansión tenga carácter de permanencia, posibilitando un crecimiento sostenido, resulta obligado imponer una inmovilización de la inversión, al menos durante un cierto período. En concreto, la deducción por suscripcion de valores, en el Impuesto sobre Sociedades (15), se caracteriza por los siguientes elementos:

- Porcentaje de deducción: 10 por 100.
- Base de la deducción: suscripciones de títulos con cotización calificada en Bolsa.
- Límite de la cuota líquida: 30 por 100.
- Permanencia de la inversión: tres años (16).
- Período de aplicación: año de la suscripción, pudiéndose aplicar el exceso sobre el límite de la cuota líquida en los dos años siguientes.

Parece, pues, que esta deducción está correctamente configurada en función de la finalidad perseguida. Sin embargo, no se ha tomado en consideración que, del volumen total de emisiones lanzadas en el mercado de valores, existe una parte que es absorbida por otras entidades con cotización calificada, por lo que, para calcular la expansión neta, hay que rebajar dicha parte. En el mecanismo establecido, es posible que una sociedad con cotización calificada en Bolsa lance una emisión (que dará derecho a aplicar la deducción por inver-

CUADRO N.° 3

CLASIFICACION DE LOS BENEFICIOS Y AJUSTES TRIBUTARIOS

Beneficios y Ajustes Tributarios ... ...

1. Exenciones...
   - 1.1) *Totales:* Supuestos en que no se aplica el impuesto.
   - 1.2) *Parciales:* Supuestos en que no se aplica el impuesto sobre algunos componentes u operaciones.

2. Operantes en base ... ...
   - 2.1) *Deducciones fijas en base:* Detracción fija sobre la base teórica, antes de aplicar el tipo (B = R-E).
   - 2.2) *Reducciones en base:* Minoración porcentual sobre la base teórica (B = R-pR).
   - 2.3) *Reducciones variables en base:* minoración de partidas que guardan cierta relación con la base teórica. [B = R-E (R)].

3. Operantes en cuota ... ...
   - 3.1) *Deducciones fijas en cuota:* Igual que 2.1, pero sobre la cuota íntegra (I = C-D).
   - 3.2) *Reducciones en cuota:* Minoración de la cuota íntegra obtenida aplicando un determinado porcentaje a la base (I = C-dR).
   - 3.3) *Bonificaciones:* Minoración de la cuota íntegra, obtenida aplicando un porcentaje sobre la cuota (I = C-dC).
   - 3.4) *Deducciones variables en cuota:* Minoración de la cuota íntegra en función de determinados componentes de la base [I = C-d (R)].

SIMBOLOS:

B: Base imponible sometida a gravamen.
R: Base previa a los beneficios o ajustes tributarios.
E: Beneficio o ajuste operante en base.
I: Impuesto neto a pagar.
C: Cuota íntegra.
D: Deducciones en cuota.
d, p: Coeficientes reductores.

siones), cuyos fondos destinará a suscribir títulos emitidos por otra entidad y así sucesivamente, con lo que el volumen total de los beneficios concedidos superaría, en este tipo de operaciones en cadena, el del ahorro adicional captado para el mercado de valores. Por tanto, existe aquí una imperfección, fácilmente subsanable, si se impide, a las sociedades cuyas acciones coticen en Bolsa, la aplicación de la deducción por suscripción de valores, salvo en las emisiones de Deuda Pública (17).

En el campo del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se permite que se aplique la deducción por inversión en valores a todo tipo de adquisiciones de títulos, aunque no sean de nueva emisión; en cuanto a la permanencia de la inversión, se autoriza cualquier cambio en la composición de la cartera, dentro del período de tres años; finalmente, los tipos de deducción son variables (18), 15, 20 y 22 por 100. La primera cuestión a considerar es la finalidad de esta deducción, que está claro que no es fomentar el ahorro en general, sino una forma particular del mismo. Sin embargo, la posibilidad de emplear títulos previamente emitidos y realizar permutas en la composición de la cartera, garantiza en menor medida la expansión del mercado y, en cualquier caso, implica introducir un mecanismo diferente al establecido para las sociedades (provocando una ventaja relativa para las personas físicas) y la duplicidad en el disfrute del incentivo; inversamente, existe una ventaja para las sociedades en que éstas no están sometidas a la obligación de realizar la inversión con recursos propios procedentes del beneficio del ejercicio, sino que pueden utilizar todo tipo de recursos. Otra ventaja en favor de las personas físicas es la existencia de tipos superiores y diferenciados de deducción (lo que, a su vez, posibilita actuaciones tendentes a conseguir una sobre-deducción, mediante la adquisición de títulos con el máximo tipo de deducción, que se sustituyen a continuación por otros títulos de menor tipo de deducción).

Una forma de presentar un mecanismo de deducción por inversiones uniforme y que evite distorsiones y «rentas fiscales» podría ser la siguiente:

a) Tipo de deducción igual en el IRPF y en el IS.

b) Iguales requisitos sobre adquisiciones acogibles y mantenimiento de la inversión.

c) Exclusión de esta modalidad para las sociedades cuyos títulos coticen en Bolsa.

d) Vinculación de la posibilidad de acogerse a tipos de deducción especiales a un mantenimiento rígido de la inversión.

3. Bonificación y deducción por inversiones

Dentro de los beneficios fiscales reconocidos en el Impuesto sobre Sociedades (19), figura la posibilidad de conceder una bonificación de hasta el 95 por 100 sobre los rendimientos de empréstitos emitidos por sociedades españolas (es decir, sobre la parte de cuota correspondiente a dichos rendimientos), cuando los fondos así obtenidos se destinen a financiar inversiones reales. El hecho de que este incentivo no resulte aplicable cuando el tenedor de los títulos es una persona física ya supone una primera distorsión del sistema.

Ahora bien, de acuerdo con la génesis de este incentivo (20), su finalidad no es la de proporcionar un mayor rendimiento al tenedor, sino la de reducir el coste de financiación de las inversiones, ya que, en las operaciones de financiación internacional, el impuesto suele ser a cargo del emisor (21). El hecho, sin embargo, de que se haya posibilitado el disfrute de la bonificación a las sociedades sometidas al IS por obligación personal, supone además una duplicidad de beneficios con la deducción por suscripción de valores; no obstante, habida cuenta del plazo habitual de estas emisiones, en torno a los diez años, y el reducido mercado secundario de nuestro país, esta duplicidad puede entenderse como no demasiado significativa y tendente a no atenuar o eliminar el efecto de la bonificación.

El problema se manifiesta con mayor crudeza en el momento en que el mercado se muestra reacio a admitir emisiones a plazos tan dilatados, tratando de imponer el plazo mínimo imprescindible para disfrutar de la deducción por inversión en valores mobiliarios (tres años). El problema de admitir este cambio en el plazo, es que este acortamiento sólo se refiere al

CUADRO N.º 4

TABLA DE MINORACIONES DEL TIPO DE BONIFICACION APLICABLES A INVERSIONES CON RECUPERACION EN DIEZ AÑOS, CUANDO SE FINANCIAN CON EMISIONES ENCADENADAS A TRES AÑOS

i \ *t*	*33 %*	*24 %*	*18 %*	*15 %*
5,5 por 100	—	—	—	—
6,0 por 100	—	—	—	—
6,5 por 100	—	—	—	—
7,0 por 100	—	—	—	—
7,5 por 100	94,3	—	—	—
8,0 por 100	88,4	—	—	—
8,5 por 100	83,2	—	—	—
9,0 por 100	78,6	—	—	—
9,5 por 100	74,4	—	—	—
10,0 por 100	70,7	97,2	—	—
10,5 por 100	67,3	92,6	—	—
11,0 por 100	64,3	88,4	—	—
11,5 por 100	61,5	84,5	—	—
12,0 por 100	58,9	81,0	—	—
12,5 por 100	56,6	77,8	—	—
13,0 por 100	54,4	74,8	99,7	—
13,5 por 100	52,4	72,0	96,0	—
14,0 por 100	50,5	69,4	92,6	—
14,5 por 100	48,8	67,0	89,4	—
15,0 por 100	47,1	64,8	86,4	—
15,5 por 100	45,6	62,7	83,6	—
16,0 por 100	44,2	60,8	81,0	97,2
16,5 por 100	42,9	58,9	78,6	94,3
17,0 por 100	41,6	57,2	76,3	91,5
17,5 por 100	40,4	55,6	74,1	88,9
18,0 por 100	39,3	54,0	72,0	86,4
18,5 por 100	38,2	52,6	70,1	84,1
19,0 por 100	37,2	51,2	68,2	81,9
19,5 por 100	36,3	49,9	66,5	79,8
20,0 por 100	35,4	48,6	64,8	77,8

de cada emisión, pero no al plazo para el que se desea la bonificación, por lo que, de aceptarse, supondría no sólo disfrutar de la bonificación y de la deducción, sino también disfrutar ésta tres veces. Bajo la hipótesis de neutralidad a la que nos hemos referido al comienzo de este trabajo, una posible vía para encontrar una solución satisfactoria del problema de las empresas emisoras, sin por ello aumentar el volumen total de los beneficios fiscales concedidos es la del que denominamos «beneficio fiscal equivalente», cuya determinación exponemos en el Apéndice y del que ofrecemos en el cuadro n.º 4, una particularización para el caso de una inversión con período de recuperación de diez años, financiada mediante tres emisiones de obligaciones a tres años, encadenadas y por el total importe de la inversión cada una.

Puede apreciarse que la propuesta del beneficio fiscal equivalente consiste, en esencia, en sustituir la mayor deducción por inversión en valores por una menor bonificación sobre los rendimientos de los títulos, a fin de que el beneficio fiscal conjunto se mantenga inalterable.

4. Duplicidad de la deducción

Otro problema a considerar, relacionado en parte con el anterior, es la posibilidad de que una misma inversión permita disfrutar de dos modalidades distintas de deducción por inversiones, y que se produce en aquellos casos en que una inversión real (que habrá permitido a la entidad inversora aplicar la deducción por inversión en activos fijos nuevos, al 10 ó 15 por 100) es financiada mediante una emisión de títulos con cotización calificada en Bolsa (por lo que sus suscriptores tendrán derecho también a la deducción por inversiones, al tipo del 10, 15, 20 ó 22 por 100, según los casos).

Esta situación supone, para la Hacienda Pública, una duplicación de beneficios sobre una misma inversión, que habrá recibido, en su conjunto, un apoyo público entre el 20 y el 37 por 100, al tiempo que un tratamiento más favorable que si el mismo apoyo se hubiese concedido en forma de subvención, que, paradójicamente, se emplea en aquellas empresas o sectores de especial importancia, y se ilustra en el cuadro n.º 5.

CUADRO N.º 5

COMPARACION DE COSTES DE APOYO A LA INVERSION, FINANCIADA A TRAVES DE BOLSA O MEDIANTE SUBVENCION PUBLICA

PLANTEAMIENTO:

Se pretende exponer la diferencia existente en la cuantía del apoyo público neto a una inversión de 100 u.m., según dicho apoyo se instrumente mediante incentivos fiscales en la imposición sobre la renta o mediante subvención.

En el primer caso, se supone que la inversión se financia en su totalidad mediante una sola emisión en Bolsa; en el segundo, se tiene en cuenta el gravamen como ingreso de la subvención (no se toma en consideración la periodificación de la subvención).

	CONCEPTOS	*Importe*
	COSTE DE LA INVERSION	100
MEDIANTE INCENTIVOS FISCALES	+ Deducción por inversiones en activos fijos nuevos.	15
	+ Deducción por inversión en valores mobiliarios (persona física)	15
	TOTAL APOYO PUBLICO	30
MEDIANTE SUBVENCION	+ Deducción por inversiones en activos fijos nuevos ...	15
	+ Subvención oficial	15
	— Impuesto sobre Sociedades aplicable a la subvención	— 4,95
	TOTAL APOYO PUBLICO NETO	25,05

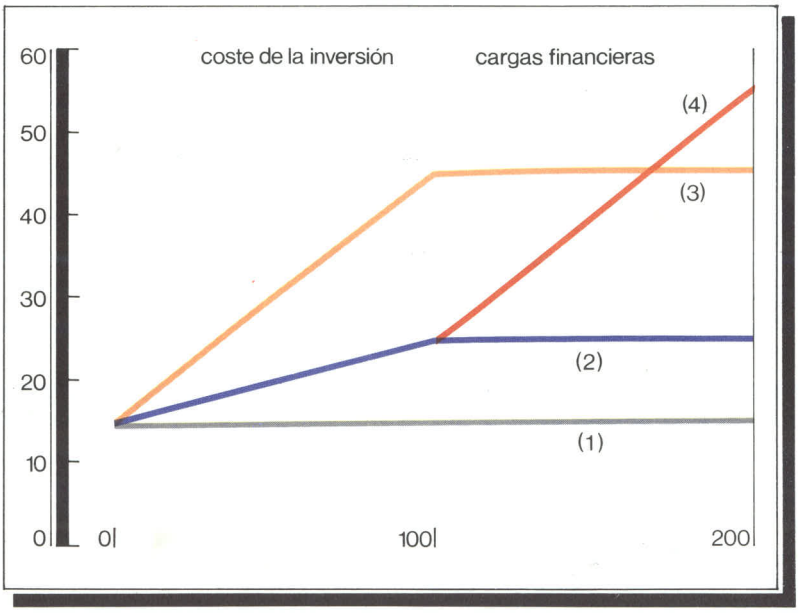
5. Importancia de los incentivos fiscales en relación con el coste real de la inversión

A partir de lo expuesto en los apartados anteriores de esta sección, puede deducirse que, debido a las distorsiones posibles por el juego de los diferentes mecanismos respecto de inversores-personas físicas e inversores-sociedades, no es posible, en la actualidad, determinar con exactitud la incidencia de

GRAFICO 2.
APLICACION CONJUNTA DE INCENTIVOS FISCALES A LA INVERSION Y AL AHORRO

Este gráfico trata de ilustrar el apoyo fiscal conjunto a la inversión (en términos de presupuesto de gastos fiscales), teniendo en cuenta la posibilidad de utilización simultánea de varios incentivos:

- La línea (1) representa el caso de una inversión con mantenimiento de empleo, financiada con préstamos o mediante autofinanciación.
- La línea (2) superpone a la deducción anterior la correspondiente a suscripción de valores, según la porción financiada por esta vía y suscrita por sociedades.
- La línea (3) recoge el beneficio adicional correspondiente a la bonificación sobre los intereses de un empréstito colocado en el mercado interior, según la cuantía total de dichos intereses.
- La línea (4) representa el beneficio fiscal resultante de financiar la inversión mediante obligaciones a nueve años, con amortización por terceras partes cada tres años, supuesta su colocación entre personas físicas.



los beneficios fiscales en el coste real de la inversión.

Por otra parte, hemos visto que existe la posibilidad de concurrencia, sin incompatibilidad, de hasta tres beneficios fiscales distintos, lo cual introduce a su vez dificultades adicionales de cuantificación.

Si, además, tenemos en cuenta que la bonificación no recae sobre el importe de la inversión, sino sobre su carga financiera, y que respecto de ella hay que considerar:

a) Si ha producido intereses intercalarios incorporados al coste de la inversión.

b) Si la devolución de capitales tomados a préstamo se realiza escalonadamente o de una sola vez al vencimiento.

c) El coste financiero de la financiación.

Podemos concluir que el volumen de incentivos fiscales a la inversión empresarial depende:

1) De los compromisos de plantilla adquiridos.

2) De la forma de financiación elegida (por Bolsa o por otras fuentes; en el primer caso, si por capitales propios o ajenos).

3) De la parte financiada mediante préstamos bonificados.

4) De las condiciones (plazo, emisiones, tipo de interés, forma de amortización) del empréstito.

5) De la condición, persona física o jurídica, del tenedor de los títulos.

6) Del carácter de exenta o no de la entidad emisora.

No obstante, en el gráfico 2 exponemos algunas posibilidades de configuración de esquemas de inversión y la importancia relativa de los beneficios totales inherentes a dichos esquemas.

IV. CONCLUSIONES

Previamente a la exposición de las conclusiones principales que extraemos del análisis realizado, debemos insistir en que el mismo no supone una consideración exhaustiva de los múltiples casos relacionados con el régimen tributario de los valores mobiliarios en la imposición sobre la renta, sino únicamente de aquellos aspectos más destacados, que entendemos se relacionan con el campo de los beneficios tributarios, en la acepción amplia a que nos hemos referido en el apartado III.1. Incluso, razones de tiempo y espacio no nos han permitido abor-

dar el régimen de transparencia, que reviste no menor importancia que los temas analizados.

Pasando a exponer, esquemáticamente, las conclusiones alcanzadas, éstas son:

1) Es preciso introducir correcciones y mejoras en los distintos mecanismos, a fin de conseguir un tratamiento coherente y no distorsionador de manera innecesaria.

2) Es conveniente unificar el régimen de deducción por inversión en valores mobiliarios de sociedades y personas físicas.

3) Parece necesario replantearse la conveniencia de mantener el esquema de concurrencia, sin incompatibilidad, de diversos mecanismos de incentivo a la inversión.

4) Las modificaciones, respecto de la deducción por doble imposición y el proceso liquidatorio, que se contienen en el Proyecto de Ley de Asociaciones y Uniones de Empresas representan una mejora técnica importante.

5) La utilización del mercado de valores permite amplificar de manera importante las posibilidades de abaratar el coste de la inversión real y de aumentar el disfrute de beneficios fiscales.

6) La complejidad y variabilidad del mapa de incentivos fiscales a la inversión dificulta el conocimiento de la parte de la inversión real incentivada, directa o indirectamente, a través de beneficios fiscales.

APENDICE

1. CALCULO DE LA TRIBUTACION ACUMULADA

La finalidad de este apartado es exponer la formulación y cálculos matemáticos precisos para obtener el gráfico 1, sirviendo al mismo tiempo de ilustración y ampliación de los apartados 1 y 2 del epígrafe II del presente trabajo.

1.1. Aspectos generales

El método de trabajo se basa en pretender determinar la carga fiscal que recae sobre una misma renta inicial, según el número de contribuyentes por los que pasa, como consecuencia del carácter «en cascada» de la imposición sobre la renta.

Para ello, se establece una cadena, en la que se distingue:

- Un eslabón inicial, que es aquél en el que se grava por primera vez la renta.
- Eslabones intermedios, por los que va pasando la renta neta.
- Eslabón final, que es el último en que se grava la renta y que, por tanto, será siempre una persona física.

Cuando la renta se considera gravada una sola vez, se considera que el número de eslabones intermedios es «−1»; por contra, cuando el número de eslabones intermedios es «0», estaremos ante el caso más sencillo de doble imposición, en que la renta se grava primero en un contribuyente y luego en otro.

Puede apreciarse que la tributación originada en los eslabones intermedios sigue el esquema de una progresión geométrica, en la que la suma de sus «n» primeros términos es:

$$S_n = \frac{a\ (1-q)^n}{1-q}$$

La tributación que recae sobre el eslabón final depende del número de eslabones intermedios y de la carga fiscal recaída en ellos y en el eslabón inicial.

A fin de dotar de mayor generalidad a los cálculos, se exponen las fórmulas utilizadas en cada caso, para lo que empleamos la siguiente simbología:

- R: renta inicialmente gravada,
- g: coeficiente de gastos sobre los ingresos, a partir del eslabón inicial (en los cálculos, g = 0,10);
- t_s: tipo de gravamen del Impuesto sobre Sociedades (en los cálculos, $t_s = 0{,}33$, salvo para la curva *a)*, situación anterior a 1979, en que $t_s = 0{,}36$);
- t_r: tipo de gravamen del Impuesto sobre la Renta (en los cálculos, $t_r = 0{,}25$, lo que viene a equivaler a una renta global de 4.500.000 pesetas);
- d_s: tipo de deducción por doble imposición intersocietaria (0,50 a partir de 1979, y 0,42 con anterioridad), que se aplica sobre una cuota;
- d_r: tipo de deducción por doble imposición sobre los dividendos percibidos por una persona física (sólo es aplicable a partir de 1979, al tipo del 0,15 sobre los dividendos).

En las fórmulas se utiliza también el complemento a uno de los coeficientes que se representa añadiendo «'», por lo que:

$$g' = 1-g \quad ; \quad t_s' = 1-t_s \quad ; \quad d_s' = 1-d_s \quad ; \quad \text{etc.}$$

1.2. Deducción tipo «destino»

Este esquema es de aplicación al sistema anterior a 1979 y a la modificación proyectada (alternativas *a)* y *d)*), y a continuación se expone el proceso de formación de la carga tributaria en cada eslabón (esquema A).

ESQUEMA A

INGRESO	*RENTA*	*CUOTA INTEGRA*	*DEDUCCION*	*C. INTEGRA AJUSTADA*
A) ESLABON INICIAL				
I	R	$t_s R$	—	$t_s R$
B) ESLABONES INTERMEDIOS				
$R t'_s$	$R g' t'_s$	$t_s R g' t'_s$	$d_s t_s R g' t'_s$	$t_s R g' t'_s d'_s$
$R t'_s g' (1 - t_s d'_s)$	$R g' t'_s (1 - t_s d'_s) g'$	$t_s R g' t'_s (1 - t_s d'_s) g'$	$d_s t_s R g' t'_s g' (1 - t_s d'_s)$	$t_s R g' t'_s d'_s g' (1 - t_s d'_s)$
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
$R t'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^{n-1}$	$R g' t'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^{n-1}$	$t_s R g' t'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^{n-1}$	$d_s t_s R g' t'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^{n-1}$	$t_s R g' t'_s d'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^{n-1}$

$$\Sigma CIA_B = \frac{t_s R g' t'_s d'_s (1 - [g' (1 - t_s d'_s)]^n)}{1 - g' (1 - t_s d'_s)}$$

C) ESLABON FINAL				
$R t'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^n$	$R g' t'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^n$	$t_r R t'_s g' [g' (1 - t_s d'_s)]^n$	$d_r R t'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^n$	$R t'_s [g' (1 - t_s d'_s)]^n \cdot (t_r g' - d_r)$

$$CIA = CIA_A + \Sigma CIA_B + CIA_C$$

1.3. Deducción tipo «origen»

Este esquema es de aplicación a la situación establecida a partir de 1979, cuando la deducción por doble imposición intersocietaria es del 50 por 100, y en él puede verse que la deducción gira sobre la magnitud considerada como ingreso en cada eslabón.

En los cálculos, se ha aplicado la deducción de acuerdo con lo establecido en la Ley del Impuesto sobre Sociedades, prescindiendo de las normas reglamentarias aplicables en la liquidación provisional.

La evolución de las distintas magnitudes es la que seguidamente se expone en el esquema B.

1.4. Deducción total

En principio, puede sorprender que, siendo una deducción tipo «origen» la establecida a partir de 1979, se aplique una formulación que corresponde al tipo «destino» para el caso de que la deducción sea del 100 por 100. Sin embargo, si tenemos en cuenta que el exceso de deducción no puede ser objeto de devolución, comprenderemos que la deducción ha de corresponderse necesariamente con la cuota íntegra. Por ello, esta formulación es igualmente válida antes y después de la modificación proyectada del mecanismo de deducción por doble imposición.

En el gráfico 1 (curva *c)*), se aprecia que los sucesivos eslabones intermedios van reduciendo la carga fiscal total, lo que probablemente es un efecto indeseado, ya que parece más lógico que cada eslabón aporte alguna tributación que el que la disminuya.

La formulación de esta alternativa es la que pasamos a reflejar en el esquema C.

1.5. Doble imposición (personas físicas)

La alternativa *e)* recoge el supuesto de las aplicaciones de renta de personas físicas, que soportan una doble imposición económica, sin atenuación alguna, y arranca de la primera persona física que percibe la renta (que habrá tenido la consideración de partida deducible en el pagador), por lo que sólo aparece el tipo del IRPF.

En los cálculos se ha optado por utilizar un tipo fijo, suponiendo que todos los contribuyentes tienen un total de ingresos similar, obviando así la complejidad que supondría utilizar tipos variables (medios o marginales), obteniendo las siguientes expresiones (esquema D).

1.6. Doble imposición (sociedades)

La última alternativa trata de reflejar la situación que se produciría en el caso de que no existiese atenuación o eliminación de la doble imposición, por lo que ésta se manifestaría en todos sus efectos a través de una cadena de sociedades que finaliza en el perceptor final (persona física), mostrando que ni siquiera en este caso la

ESQUEMA B

INGRESO	*RENTA*	*CUOTA INTEGRA*	*DEDUCCION*	*C. INTEGRA AJUSTADA*
A) ESLABON INICIAL				
I	R	$t_s R$	—	$t_s R$
B) ESLABONES INTERMEDIOS				
$R\, t'_s$	$R\, t'_s\, g'$	$t_s R\, t'_s\, g'$	$d_s t_s R\, t'_s$	$t_s R\, t'_s (g' - d_s)$
$R\, t'_s [g' - t_s (g' - d_s)]$ (= Q)	$R\, t'_s\, g'\, Q$	$t_s R\, t'_s\, g'\, Q$	$d_s t_s R\, t'_s\, Q$	$t_s R\, t'_s (g' - d_s)\, Q$
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
$R\, t'_s\, Q^{n-1}$	$R\, t'_s\, g'\, Q^{n-1}$	$t_s R\, t'_s\, g'\, Q^{n-1}$	$d_s t_s R\, t'_s\, Q^{n-1}$	$t_s R\, t'_s (g' - d_s)\, Q^{n-1}$
C) ESLABON FINAL				
$R\, t'_s\, Q^n$	$R\, t'_s\, g'\, Q^n$	$t_r R\, t'_s\, g'\, Q^n$	$d_r R\, t'_s\, Q^n$	$R\, t'_s\, Q^n (t_r g' - d_r)$

$$\Sigma\, CIA_B = \frac{t_s R\, t'_s (g' - d_s)\,(1 - [g' - t_s (g' - d_s)]^n)}{1 - [g' - t_s (g' - d_s)]}$$

$$CIA = CIA_A + \Sigma\, CIA_B + CIA_C$$

ESQUEMA C

INGRESO	*RENTA*	*CUOTA INTEGRA*	*DEDUCCION*	*C. INTEGRA AJUSTADA*
A) ESLABON INICIAL				
I	R	$t_s R$	—	$t_s R$
B) ESLABONES INTERMEDIOS				
$R\, t'_s$	$R\, t'_s\, g'$	$t_s R\, t'_s\, g'$	$t_s R\, t'_s\, g'$	—
$R\, t'_s\, g'$	$R\, t'_s\, g'^2$	$t_s R\, t'_s\, g'^2$	$t_s R\, t'_s\, g'^2$	—
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
$R\, t'_s\, g'^{n-1}$	$R\, t'_s\, g'^n$	$t_s R\, t'_s\, g'^n$	$t_s R\, t'_s\, g'^n$	—
C) ESLABON FINAL				
$R\, t'_s\, g'^n$	$R\, t'_s\, g'^{n+1}$	$t_r R\, t'_s\, g'^{n+1}$	$d_r R\, t'_s\, g'^n$	$R\, t'_s\, g'^n (t_r g' - d_r)$

$$CIA = CIA_A + CIA_C$$

ESQUEMA D

INGRESO	*RENTA*	*CUOTA INTEGRA*	*DEDUCCION*	*C. INTEGRA AJUSTADA*
A) ESLABON INICIAL				
I	R	$t_r R$	—	$t_r R$
B) ESLABONES INTERMEDIOS				
$t'_r R$	$R\, t'_r\, g'$	$t_r R\, t'_r\, g'$	—	$t_r R\, t'_r\, g'$
$t'_r R\, (g'\, t'_r)$	$R\, t'_r\, g'\, (g'\, t'_r)$	$t_r R\, t'_r\, g'\, (g'\, t'_r)$	—	$t_r R\, t'_r\, g'\, (g'\, t'_r)$
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
$t'_r R\, (g'\, t'_r)^{n-1}$	$R\, t'_r\, g'\, (g'\, t'_r)^{n-1}$	$t_r R\, t'_r\, g'\, (g'\, t'_r)^{n-1}$	—	$t_r R\, t'_r\, g'\, (g'\, t'_r)^{n-1}$
C) ESLABON FINAL				
$t'_r R\, (g'\, t'_r)^n$	$R\, (g'\, t'_r)^{n+1}$	$t_r R\, (g'\, t'_r)^{n+1}$	—	$t_r R\, (g'\, t'_r)^{n+1}$

$$\Sigma\, CIA_B = \frac{t_r R\, g'\, t'_r\, [1 - (g'\, t'_r)^n]}{1 - g'\, t'_r}$$

$$CIA = CIA_A + \Sigma\, CIA_B + CIA_C$$

ESQUEMA E

INGRESO	*RENTA*	*CUOTA INTEGRA*	*DEDUCCION*	*C. INTEGRA AJUSTADA*
A) ESLABON INICIAL				
I	R	$t_s R$	—	$t_s R$
B) ESLABONES INTERMEDIOS				
$t'_s R$	$R\, t'_s\, g'$	$t_s R\, t'_s\, g'$	—	$t_s R\, t'_s\, g'$
$t'_s R\, (g'\, t'_s)$	$R\, t'_s\, g'\, (t'_s\, g')$	$t_s R\, t'_s\, g'\, (t'_s\, g')$	—	$t_s R\, t'_s\, g'\, (t'_s\, g')$
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
•	•	•	•	•
$t'_s R\, (g'\, t'_s)^{n-1}$	$R\, t'_s\, g'\, (t'_s\, g')^{n-1}$	$t_s R\, t'_s\, g'\, (t'_s\, g')^{n-1}$	—	$t_s R\, t'_s\, g'\, (t'_s\, g')^{n-1}$
C) ESLABON FINAL				
$t'_s R\, (g'\, t'_s)^n$	$R\, (g'\, t'_s)^{n+1}$	$t_r R\, (g'\, t'_s)^{n+1}$	—	$t_r R\, (g'\, t'_s)^{n+1}$

$$\Sigma\, CIA_B = \frac{t_s R\, t'_s\, g'\, [1 - (g'\, t'_s)^n]}{1 - g'\, t'_s}$$

$$CIA = CIA_A + \Sigma\, CIA_B + CIA_C$$

tributación llega a absorber la totalidad de la renta (esquema E).

Como resumen particularizado, en el cuadro n.º 1 de este apéndice, se recogen los resultados obtenidos de la aplicación de las fórmulas hasta aquí expuestos, y que han permitido obtener el gráfico 1.

2. CALCULO DEL BENEFICIO EQUIVALENTE

La solución del beneficio equivalente pretende igualar el beneficio fiscal disfrutado por el tenedor de títulos de cotización calificada y que den derecho a la bonificación sobre los rendimientos de empréstitos, para lo que empleamos las siguientes hipótesis limitativas:

- Los títulos son enteramente suscritos por sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades.
- Se considera que la inversión tiene un período de recuperación de 10 años, y que se desea financiar mediante 3 emisiones de títulos de renta fija, de 3 años de plazo cada una, encadenadas.
- El pago real se realiza al final de los 9 años.
- El tenedor maximiza su beneficio fiscal.

Los símbolos empleados son:

- t: tipo impositivo aplicable al tenedor;
- b: tipo de bonificación para una emisión a 9/10 años;
- i: tipo de interés de la emisión;
- b': tipo de bonificación a determinar para obtener un beneficio fiscal equivalente.

El beneficio medio anual para una sola emisión a 10 años será:

$$BF_{10} = \frac{0{,}10}{10} + t\ b\ i \qquad (1)$$

En el caso de realizarse la operación mediante 3 emisiones a 3 años cada una, el beneficio fiscal será:

$$BF_{9,3} = \frac{0{,}10}{3} + t\ b'\ i \qquad (2)$$

Igualando y despejando «b'», tendremos:

$$b' = b - \frac{0{,}07}{3\ t\ i} \qquad (3)$$

La fórmula (3) ha sido la empleada para obtener el cuadro n.º 4. Sin embargo, es posible obtener una fórmula más general, que prevea el caso de variación en el tipo de interés para alguna de las dos últimas emisiones, a partir de la expresión:

$$0{,}01 + t\ b\ i_1 = \frac{0{,}10}{3} + p_1\ t\ b_1\ i_1 + p_2\ t\ b_2\ i_2 \qquad (4)$$

donde «p_1» representa la parte del período de 9 años a la que resultó aplicable el tipo de interés «i_1», y «p_2», la parte del mismo período en que ha de aplicarse el nuevo tipo «i_2».

Operando conveniente a partir de (4), se obtiene:

$$b_2\ i_2 = \frac{3\ t\ i_1\ (b - p_1\ b_1) - 0{,}07}{3\ p_2\ t} \qquad (5)$$

Si en esta expresión sustituimos «b» por el valor deducido a partir de la expresión (3), tendremos:

$$b_2\ i_2 = \frac{3\ t\ i_1\ (b_1 - p_1\ b_1)}{3\ p_2\ t} = \frac{3\ t\ i_1\ b_1\ p_2}{3\ p_2\ t} = b_1\ i_1 \qquad (6)$$

Expresión de la que se deduce con carácter inmediato:

$$b_2 = \frac{b_1\ i_1}{i_2} \qquad (7)$$

pudiéndose así obtener el nuevo tipo de bonificación que corresponde a las nuevas emisiones, en relación al anteriormente concedido y a los tipos, anterior y nuevo, de interés, dentro de la hipótesis de beneficio equivalente y de financiación mediante 3 emisiones a 3 años de una inversión con plazo de recuperación de 10 años.

CUADRO N.º 1

COMPARACION NUMERICA DE LAS ALTERNATIVAS CONSIDERADAS EN RELACION CON LA DOBLE IMPOSICION ECONOMICA

n	*a)*	*b)*	*c)*	*d)*	*e)*	*f)*
−1	36,—	33,—	33,—	33,—	25,—	33,—
0	50,4	38,025	38,025	38,025	41,875	48,075
1	58,28083	45,7032	37,5225	46,72579	53,26563	61,98923
2	63,89261	51,60006	37,07025	53,26443	60,95430	70,37950
3	67,88865	56,12884	36,66323	58,17822	66,14415	75,43884
4	70,73415	59,60695	36,29690	61,87093	69,64730	78,48962
5	72,76038	62,27814	35,96721	64,64600	72,01193	80,32924
6	74,20321	64,32961	35,67049	66,73147	73,60805	81,43853
7	75,23062	65,90514	35,40344	68,29870	74,68543	82,10744
8	75,96222	67,11515	35,16310	69,47647	75,41267	82,51078
9	76,48318	68,04443	34,94679	70,36157	75,90355	82,75400
10	76,85414	68,75813	34,75211	71,02672	76,23490	82,90066
11	77,11830	69,30624	34,57690	71,52658	76,45856	82,98910
12	77,30640	69,72719	34,41921	71,90223	76,60953	83,04243
13	77,44034	70,05048	34,27729	72,18452	76,71143	83,07458
14	77,53572	70,29877	34,14956	72,39667	76,78021	83,09397
15	77,60363	70,48946	34,03460	72,55610	76,82665	83,10567
16	77,65200	70,63590	33,93114	72,67591	76,85799	83,11272
17	77,68643	70,74837	33,83803	72,76594	76,87914	83,11697
18	77,71095	70,83475	33,75423	72,83361	76,89342	83,11953
19	77,72842	70,90109	33,67880	72,88446	76,90306	83,12108
20	77,74085	70,95204	33,61092	72,92267	76,90956	83,12201
25	77,76597	71,07563	33,36074	73,01053	76,92118	83,12331
50	77,77160	71,12063	33,02590	73,03821	76,92308	83,12343

NOTAS

(1) Este artículo 31.1 de la Constitución establece: «Todos contribuirán al sostenimiento de los gastos públicos de acuerdo con su capacidad económica mediante un sistema tributario justo inspirado en los principios de igualdad y progresividad que, en ningún caso, tendrá alcance confiscatorio.»

(2) «Los tributos, además de ser medios para recaudar ingresos públicos, han de servir como instrumentos de la política económica general, atender a las exigencias de estabilidad y progreso sociales y procurar una mejor distribución de la renta nacional.»

(3) «Cuando el hecho imponible se delimite atendiendo a conceptos económicos, el criterio para calificarlos tendrá en cuenta las situaciones y relaciones económicas que, efectivamente, existan o se establezcan por los interesados, con independencia de las formas jurídicas que se utilicen.»

(4) Por razones de espacio y de tiempo, no ha sido posible abordar el régimen de transparencia fiscal, que es también un mecanismo para evitar la doble imposición.

Sobre estos temas, puede ser interesante consultar el libro *El Impuesto sobre Sociedades. Aspectos polémicos,* preparado por el profesor LAGARES CALVO (Instituto de Estudios Fiscales, 1973, 600 págs.).

(5) El artículo 29.*g)* de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre, del Impuesto sobre la Renta, introduce una deducción en la cuota del 15 por 100 de los dividendos íntegros percibidos, mientras que en el Texto Refundido derogado no existía un precepto equivalente.

(6) Vid. artículo 3.°2 del Real Decreto 860/1980, de 28 de marzo.

(7) La Disposición Adicional Primera, tercero, del Proyecto de Ley sobre Régimen Fiscal de las Asociaciones, Agrupaciones y Uniones Temporales de Empresas, establece: «1. Cuando entre los ingresos del sujeto pasivo se computen dividendos o participaciones en los beneficios de otras sociedades residentes en España, se deducirá el 50 por 100 de la parte proporcional que corresponda a la base imponible derivada de dichos dividendos o participaciones.»

(8) Del artículo 13 del Texto Refundido del Impuesto sobre las Rentas de Capital:

«Constituirá la base imponible el importe de: ...

2. Las acciones entregadas a los socios con cargo a reservas.»

(9) Del artículo 15.7.*a)* de la Ley 61/1978, del Impuesto sobre Sociedades:

«Cuando se trate de acciones total o parcialmente liberadas, el coste se computará por el importe realmente satisfecho por el sujeto pasivo.»

Lo que equivale a decir que la parte liberada no se considera como ingreso.

(10) En general, se considera que un título se ha adquirido con «cupón corrido», cuando el precio comprende la compensación por los rendimientos correspondientes al título todavía no percibidos y se aplica en particular a los títulos de renta fija. Sin embargo, resulta también aplicable en las acciones, respecto de los dividendos de ejercicios anteriores.

De acuerdo con este sistema, cuando el nuevo adquirente perciba dichos rendimientos, éstos no se considerarán como tales, sino como un menor importe de la adquisición, lo que no es obstáculo para la aplicación de la deducción por doble imposición.

(11) Vid. artículo 127 del Reglamento del Impuesto sobre la Renta (apartado 4).

(12) Vid. artículo 25 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

(13) Del citado artículo 25 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades:

«La cuota resultante después de practicar, en su caso, las deducciones a que se refiere el artículo anterior se bonificará...»

(14) Cuadro elaborado a partir de la clasificación establecida en el artículo *Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas: Tipo efectivo y retenciones,* JESÚS QUINTAS BERMÚDEZ, «Hacienda Pública Española», n.° 68, 1981.

(15) Vid. artículo 26.1 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

(16) Requisito introducido en el artículo 34.2 de la Ley 42/1979, de Presupuestos Generales del Estado para 1980 y prorrogado posteriormente.

(17) La excepción que se propone para las emisiones de Deuda Pública se justifica en que las entidades exentas del Impuesto sobre Sociedades (art. 5.°1 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades) no pueden disfrutar de la deducción por inversiones en activos fijos nuevos y en que la hipótesis de neutralidad aconseja permitir una doble deducción, al igual que en las entidades sujetas.

(18) Vid. artículo 28 de la Ley 42/1979, de 29 de diciembre.

(19) Contenidos en los artículos 15.8, 24, 25 y 26 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades y en los preceptos correspondientes de las Leyes de Presupuestos.

(20) Vid. artículo 1.° del Decreto-Ley 19/1961, de 19 de octubre, y artículo 3.° 1.1 del Texto Refundido del Impuesto sobre Rentas del Capital, de donde se desprende que esta bonificación era únicamente aplicable respecto de la financiación internacional.

(21) En los mercados internacionales, el tipo de interés se fija neto para el prestamista, por lo que el impuesto que recaiga sobre los intereses será directa o indirectamente una mayor carga financiera, como ya reconocía, de hecho, el artículo 42 del Texto Refundido del Impuesto sobre las Rentas del Capital.

LA FINANCIACION EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

En este trabajo de **Fernando Varela Parache** se pasa revista al desarrollo reciente de los mercados internacionales y se analiza la posición de España en ellos y sus posibilidades de endeudamiento a medio plazo, concluyéndose que en condiciones normales no habrá mayores problemas para obtener los recursos necesarios.

Por otra parte, partiendo de un análisis cualitativo de la deuda viva, se aportan sugerencias para la definición de una política de endeudamiento exterior a medio plazo que, basada en la diversificación en todos sus aspectos: monedas, mercados, instrumentos de crédito y fórmulas de tipos de interés, garantice no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino las mejores condiciones para los créditos españoles, situando la valoración de nuestro riesgo en mejores condiciones relativas.

UNA revisión del problema de la financiación exterior en cualquier economía pasa por el análisis de las posibilidades de mantener el nivel de deuda viva existente en un momento dado y de ampliarlo, en su caso, de acuerdo con las necesidades previstas a plazo medio. Este será, por tanto, el primer objetivo de nuestro trabajo. Sin embargo, la más somera consideración del tema nos indicará que moviéndonos en hipótesis normales y dada la actual dimensión de los mercados financieros, éste no es hoy por hoy un verdadero problema. Para una economía como la nuestra apenas tiene sentido discutir la posibilidad de recurso al crédito exterior en orden a la determinación de su cuantía absoluta, sino que lo realmente importante es determinar las condiciones en las cuales puede conseguirse un cierto nivel de endeudamiento en una forma coherente con el nivel de solvencia que tal economía tendría atendiendo a las magnitudes que describen su situación real por comparación a la de otros países.

Por eso en este trabajo, después de una revisión general del desarrollo reciente de los mercados internacionales, que nos permitirá situar la posición relativa de España y sus posibilidades de endeudamiento a medio plazo, haremos un análisis cualitativo de nuestra deuda viva para aislar aquellos factores que, a nuestro juicio, son determinantes del actual «precio» del «riesgo español», para terminar con sugerencias sobre lo que podría ser una fórmula práctica de mantener, en todo caso, y mejorar, si es posible, la situación presente en los mercados internacionales.

El tema es especialmente relevante. En los años pasados la financiación de los déficits de las balanzas por cuenta corriente de un gran número de países, ocasionados entre otras razones por el aumento del precio del petróleo, ha producido un recurso generalizado a los mercados internacionales que, coincidiendo con una situación de gran liquidez de éstos, alimentada por la colocación de los excedentes de los países exportadores de petróleo, ha permitido a casi todo el mundo la movilización de los fondos necesarios, por cierto, no sólo destinados a financiar el período de ajuste de la economía a las nuevas circunstancias, sino quizá también a retrasar el ajuste en sí mismo.

En la actualidad tanto las autoridades monetarias como los agentes participantes en los mercados, están discutiendo los problemas que podría plantear en el futuro el reciclaje de los excedentes de reservas acumulados por los países exportadores de petróleo, dada la preferencia marcadísima que estos países están manteniendo por las colocaciones a corto plazo y las dificultades crecientes de un alto número de economías para terminar con su proceso de ajuste y ser capaces, en definitiva, de pagar las deudas contraídas.

Ello, naturalmente, tiene implicaciones importantes para los Bancos que están actuando en el mercado. La tradicional diferenciación entre riesgos privados con posibilidad de insolvencia y riesgos soberanos, teóricamente seguros, está siendo revisada porque, si bien es verdad que los países no quiebran, cada vez está siendo más frecuente que sus deudas se refinancien. La existencia en este

momento de tres o cuatro países que son a primera vista incapaces de hacer frente a sus compromisos a corto plazo, está reforzando las posiciones de quienes desde el sector bancario abogan por una mayor diferenciación en los precios de los créditos de mejores prestatarios y los restantes.

Sin que la situación sea alarmante, y así lo demuestra la capacidad del sistema para adaptarse a las necesidades de los prestatarios —la experiencia del pasado mes de julio es un buen ejemplo—, ello quiere decir que sólo los países que sepan instrumentar una política adecuada de aproximación a los mercados estarán en condiciones de aprovechar en forma óptima las posibilidades de financiación que éstos ofrezcan en el futuro.

Pero existe una segunda razón, y ésta de orden interno, para la consideración de la conveniencia de un replanteamiento de la política española de financiación exterior; la evolución experimentada en los tiempos más recientes por el sistema financiero doméstico con la introducción de nuevos instrumentos de crédito, en particular las pólizas a tipo de interés flotante, ha abierto nuevas posibilidades de encontrar financiación a largo plazo en pesetas.

En el pasado, desde que en 1974 se comenzó un recurso intensivo a los mercados internacionales, la financiación de ellos proveniente tenía la característica de ser, sobre todo para algunos prestatarios, casi la única disponible para largos plazos. Con la reciente aparición de posibilidades de financiación a tipo de interés flotante en pesetas, se ha llegado a una posición que es similar a la de partida en otros países que concurren a los mercados internacionales. En éstos, normalmente, existe un mercado doméstico capaz de suministrar fondos, y la alternativa que implica el recurrir a los mercados internacionales, en ausencia de necesidades de Balanza de Pagos que tienen que ser resueltas por el Sector Público, es función solamente de los diferenciales de interés. Unicamente para casos marginales de proyectos que requieren la movilización de cuantías ingentes de recursos es obligada la concurrencia a los mercados exteriores. De esta manera, no existe, a diferencia de lo que ha venido ocurriendo en España, una gran competencia entre prestarios del mismo país, que crean una presión sobre el mercado internacional, empeorando así las condiciones de endeudamiento para todos.

Como explicaremos más detalladamente en su momento, el caso español ha sido atípico en un doble sentido: por el número de prestatarios impulsados a recurrir a la financiación exterior y porque el sector público sólo lo ha hecho inicialmente en forma marginal o en todo caso tardíamente y sin una estrategia precisa, dejando incluso la responsabilidad de abrir los mercados a entidades de carácter privado que se veían impulsadas a esta acción ante la inexistencia de fondos disponibles para satisfacer sus necesidades de inversión.

Aunque pueda resultar prematura cualquier valoración de las posibilidades del llamado mercado de renta variable de Madrid, lo que es claro es que, en la medida en que este mercado se desarrolle satisfactoriamente, mejoraremos nuestra posición en el internacional, porque nos estaremos aproximando a una situación equiparable a la de otros países que consideramos riesgos equivalentes, de acuerdo con su nivel de desarrollo, producción industrial y complejidad de su economía.

La conclusión es que una revisión de la política de endeudamiento externo del país resulta en estos momentos apropiada, no sólo como sano ejercicio periódico de autoanálisis, sino obedeciendo a circunstancias concretas de la evolución, tanto de los mercados financieros internacionales como del sistema financiero doméstico.

En las presentes circunstancias, nuestro análisis nos lleva a concluir que las posibilidades de endeudamiento a medio plazo son suficientes para atender las necesidades previsibles de la economía española, pero que la consecución de unas mejores condiciones en los términos de este endeudamiento pasan por la continuidad en el ordenamiento de la concurrencia a los mercados y por una moderación del recurso a los mismos, la adecuada selección de los proyectos a financiar y la reestructuración del reparto de la deuda entre los distintos prestatarios y en los diferentes mercados.

Comencemos analizando la situación de los mercados financieros internacionales desde el punto de vista de su capacidad de suministro de fondos al sistema y el papel que en él están jugando hoy los distintos países.

CUADRO N.° 1

MOVILIZACION DE FONDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES. DISTRIBUCION POR GRUPOS DE PAISES

(En millones de dólares)

	1979	*1980*	*% Δ 1980/79*	*Enero-Sep. 80 (1)*	*Enero-Sep. 81 (2)*	*% Δ (2)/(1)*
Países OCDE	55.140,8	69.009,7	25,1	45.902,5	96.411,2	110,0
Organismos internacionales con domicilio en Europa	4.797,6	3.623,4	—24,5	2.315,1	1.705,0	—26,4
Países no OCDE:						
Países del Este	3.791,6	2.660,7	—29,8	1.577,1	1.339,0	—15,1
OPEP	9.009,3	6.611,6	—26,6	5.550,6	3.224,1	—41,9
Otros países en desarrollo	38.601,5	29.231,3	—24,3	19.434,2	31.723,5	63,2
Organismos internacionales de desarrollo.	5.388,2	5.850,8	8,6	4.920,0	3.129,8	—36,4
Varios	467,2	813,0	74,0	428,6	314,4	—26,7
TOTAL	117.196,2	117.800,5	0,5	80.128,1	137.847,0	72,0

Fuente: OECD, *Financial Statisties,* octubre 1981.

LA SITUACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

En 1981 los mercados financieros internacionales han continuado jugando un papel muy activo en la financiación de la economía mundial y, sobre todo, han mantenido su ya habitual capacidad de adaptación a la evolución de las circunstancias.

Las cifras de las estadísticas financieras de la OCDE correspondientes al mes de octubre muestran que el total de fondos movilizados en los mercados internacionales ha alcanzado en los nueve primeros meses de 1981 el equivalente de 137.847 millones de dólares, lo que significa un aumento del 72 por 100 con respecto a los fondos movilizados en el mismo período del año 1980 (1), incremento que contrasta con el prácticamente nulo de 1980 sobre 1979.

El cuadro n.° 1 contiene estas cifras para los años 1979 y 1980 y los períodos enero-septiembre de 1980 y 1981, según su distribución por grupos de países.

El incremento de la financiación suministrada por los mercados desborda todas las previsiones realizadas para el año e implica que los fondos obtenidos han crecido en términos reales y, por cierto, más rápidamente que el incremento de los déficits de las balanzas de pagos.

En efecto, la OCDE preveía a mediados de año que la financiación total proporcionada por los mercados internacionales alcanzaría, a lo sumo, el equivalente a 130.000 millones de dólares en todo el año 1981 y que en el mismo período el déficit global de las balanzas por cuenta corriente sólo experimentaría un ligero incremento, pues mientras para los países de la OCDE se esperaba una ligera disminución desde 85.000 millones en 1980 a 80.000 millones en 1981, en los países en desarrollo no productores de petróleo se preveía un aumento del déficit desde 52.000 millones el año anterior a 60.000 millones en el actual.

Este imprevisto comportamiento del mercado es una muestra más de la capacidad del mismo para adaptarse a los requerimientos de la demanda. (Después comentaremos brevemente las adaptaciones técnicas introducidas que son otra muestra de esta dinámica). Porque la importante cifra de financiación alcanzada se ha debido, en buena medida, a los recursos movilizados en el tercer trimestre, en particular en el mes de julio, en que los nuevos préstamos ascendieron a 52.600 millones de dólares, una parte muy importante de los mismos destinados a satisfacer las demandas de prestatarios americanos ori-

CUADRO N.° 2

MOVILIZACIONES DE FONDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

(En millones de dólares)

	1979	*1980*	*% Δ 1980/79*	*Enero-Sep. 80 (1)*	*Enero-Sep. 81 (2)*	*% Δ (2)/(1)*
Bonos internacionales	17.352,9	20.048,7	15,5	14.454,0	16.913,6	17,0
Bonos extranjeros	19.979,6	17.953,7	—10,1	13.071,3	14.099,0	7,9
Total bonos	37.332,5	38.002,4	1,8	27.525,3	31.012,6	12,7
Coloc. esp. bonos	1.599,6	1.440,8	9,9	1.278,2	219,2	—82,9
Préstamos bancarios	78.264,1	78.357,3	0,1	51.324,6	106.615,2	107,7
TOTAL	117.196,2	117.800,5	0,5	80.128,1	137.847,0	72,0

Fuente: OECD, *Financial Statisties,* octubre 1981.

ginadas en su necesidad de cubrirse frente a un amplio número de ofertas públicas de compra no deseadas por tales empresas y, naturalmente, a la existencia de tipos de interés más bajos de los euromercados. De hecho, casi 38.000 millones son líneas de crédito para diez compañías americanas; líneas de crédito que, por otra parte, probablemente no serán utilizadas.

Sin embargo, el aumento global de la financiación suministrada ha permitido también una progresión importante a la financiación recibida por los países en vías de desarrollo no productores de petróleo, cuya situación económica es uno de los factores más preocupantes para el futuro equilibrio del sistema financiero internacional en su conjunto.

En el cuadro n.° 1 puede observarse que los países en vías de desarrollo no productores de petróleo han aumentado sus préstamos en un 63,2 por 100 con respecto al mismo período del año precedente, aunque de acuerdo con las cifras publicadas existe una importante concentración de los incrementos de deuda en siete países de este grupo, a la cabeza de los cuales figuran Brasil, Chile, Corea y Taiwán.

La expansión del endeudamiento de los países en vías de desarrollo se ha debido al incremento del déficit de cuenta corriente ya previsto por la OCDE, en el que el encarecimiento de los intereses de los préstamos internacionales tiene especial importancia. Según un informe reciente de la OCDE, el coste medio de la deuda de los países en vías de desarrollo —la cual por cierto se estimaba en 456.200 millones de dólares a principios de 1981— ha aumentado desde el 8,78 por 100 en 1980 al 10,19 por 100 en 1981, y ello a pesar de que una parte importante de la misma está a tipo de interés fijo y subvencionado por tratarse de préstamos concesionales y créditos de exportación cuyo tipo de interés se ha mantenido, como se sabe, muy por debajo de los de mercado.

El incremento de créditos obtenidos por los países de la OCDE, el 110 por 100, se debe, principalmente, como ya hemos dicho, a fondos tomados por empresas americanas y a un aumento sustancial de los fondos tomados por Canadá que han pasado de 3.200 millones en enero-septiembre de 1980 a 10.500 millones en el mismo período de este año. Sólo estos dos países y Japón y Francia han obtenido más préstamos que en el mismo período del año precedente. Ello refleja que, efectivamente, ha habido una mejora de la balanza por cuenta corriente del grupo. España, en particular, tomó un 12,1 por 100 menos que el año anterior.

Por otra parte, los países exportadores de petróleo en su conjunto han disminuido por segundo año consecutivo la cantidad de recursos obtenida en los mercados, pero algunos de ellos, como consecuencia del decrecimiento de rentas del petróleo ocasionada por la saturación relativa de este mercado, han aumentado su recurso al crédito exterior. Así México ha pasado de 4.800 millones de dólares en enero-septiembre de

1980 a 8.300 millones en el mismo período de 1981.

El cuadro n.° 2 contiene las mismas cifras de fondos movilizados en los mercados internacionales, pero agrupadas según las tres principales categorías de préstamos: bonos internacionales, bonos extranjeros y préstamos bancarios (la cifra de colocaciones especiales de bonos se refiere a los del Banco Mundial).

Naturalmente, dada la situación de los tipos de interés, muy altos para sus estándares históricos, y la inestabilidad de los mercados de cambios, ni inversores ni prestatarios han tenido especial inclinación a operaciones de tipos de interés fijo, por eso la mayor cuantía del incremento de préstamos —el 95,7 por 100 del total— se ha obtenido a través de préstamos sindicados que han aumentado en nueve meses un 107,7 por 100. Con todo, tanto en los mercados internacionales como en las secciones extranjeras de los nacionales las emisiones de bonos han aumentado, cosa especialmente notable, porque tales emisiones sólo se han podido hacer con carácter esporádico cuando coincidían las condiciones adecuadas de tipo de cambio e interés. Este es el caso del mes de octubre recién terminado, en el que se han movilizado 12.000 millones de dólares, un poco menos que en septiembre, pero sustancialmente más que en el mismo mes del año 1980. A esta cifra se ha llegado con una contracción de los créditos sindicados, pero con un aumento notable de las emisiones de bonos extranjeros e internacionales denominados en dólares.

Ello se debe al menos a tres razones:

— Una sana medida de diversificación de riesgos lleva a los prestatarios con amplia deuda a intentar hacer algunas emisiones de bonos para beneficiarse de los mejores tipos de interés de las operaciones a largo plazo, sobre todo teniendo en cuenta que las curvas de rendimientos han estado invertidas durante los tres últimos años.

— La introducción de nuevas fórmulas para permitir la operación de estos mercados, consiguiendo atraer fondos hacia ellos mediante la emisión de bonos a tipo de interés variable, o con algunas otras ventajas indirectas, como han sido la utilización de ciertos tipos *warrants,* negociables o no por separado del bono principal, y que consistían fundamentalmente en opciones para suscribir más títulos después de un cierto tiempo a tipo de interés prefijado.

— La necesidad de diversificar las fuentes de suministros de fondos que tienen todos los prestatarios responsables, sobre todo los «riesgos soberanos», y de tener un precio de referencia en las distintas monedas, cosa que se consigue a través del mercado secundario.

Una objeción que haremos inmediatamente al endeudamiento exterior de España es la no utilización, prácticamente, de los mercados públicos. En efecto, en 1980 el endeudamiento en préstamos sindicados de España significó el 5,6 por 100 del total de nuevos préstamos concedidos, lo que es un porcentaje significativo, y el 10,9 de los concedidos a países de la OCDE. Estos últimos tomaron en conjunto poco más del 51 por 100 del total. En cambio las emisiones españolas de bonos internacionales no significaron más que el 0,78 del total emitido y el 0,92 de lo emitido por los países de la OCDE, que en cambio habían lanzado el 84,6 por 100 del total.

Aunque un poco más utilizadas —particularmente por lo que se refiere al mercado suizo—, otro tanto puede decirse de las emisiones de bonos extranjeros que en 1980 sólo se hicieron en Japón y Suiza por un total del equivalente a 305,7 millones de dólares. Esta cantidad significa el 1,70 por 100 del total de emisiones de bonos extranjeros de todo el mundo y el 2,66 por 100 de lo emitido por emisores de la OCDE, países que en conjunto lanzaron el 63,86 por 100 del total.

Vemos, pues, que, a diferencia del conjunto de países desarrollados, nuestra participación porcentual en los mercados de bonos es inferior a la de créditos bancarios; nuestro nombre está ausente de numerosos mercados públicos, algunos tan importantes como el americano, y, como la situación que hemos reflejado para 1980 es similar a otros años, el conjunto de nuestra deuda está masivamente a tipo de interés variable, por lo que estamos sufriendo fuertemente el encarecimiento de los tipos de interés a corto plazo. En la parte final de este trabajo volveremos sobre el tema para valorar sus implicaciones.

Es un ejercicio casi inevitable, y con él terminaremos esta breve presentación de los desarrollos recientes de los mercados internacionales, pasar revista a las evaluaciones que distintas organizaciones y publicaciones

internacionales hacen de los riesgos que implica prestar a cada país.

Tenemos que decir, ante todo, que la verdadera evaluación de un riesgo es el precio relativo de su «papel» en los mercados secundarios, pero las anormalidades que en los últimos años se han producido en éstos y la existencia en los mercados de préstamos de numerosos nombres que no concurren habitualmente a los mercados públicos han hecho proliferar listas que tratan de ordenar los países por su riesgo y, frecuentemente, también de ser un indicativo de cómo está evolucionando la calidad de un determinado nombre.

El punto de referencia más generalmente utilizado por los intermediarios financieros de todo el mundo ha sido, tradicionalmente, la calificación otorgada por las agencias de *rating* americanas, cuyo pronunciamiento es casi obligado para realizar emisiones públicas en Estados Unidos, y ello hasta el extremo de que la calificación Triple A, como se sabe máxima que otorgan tales agencias, ha pasado al argot técnico para definir a un prestatario como de primera calidad.

España no ha concurrido nunca al mercado público americano y, por tanto, ningún nombre español está calificado ni siquiera para créditos a corto plazo. En consecuencia, son ociosos mayores comentarios sobre esta calificación, excepto para decir, y lo recogemos en la parte final, que una estrategia a medio plazo debe incluir la aproximación al mencionado mercado y que de alguna manera la no disposición de este *rating* tiene efectos negativos sobre nuestra posición en los restantes mercados internacionales; el caso del japonés, cuyas normas directrices internas discriminan en este momento en cuanto a plazo y cantidad contra los países que no tienen *rating* en el mercado americano, asociándolos en tratamiento con aquellos que lo tienen bastante malo —menos de una sola A— puede ser un ejemplo extremo.

Refiriéndonos a otras calificaciones menos «oficiales» hemos seleccionado dos para comentarlas: las de las revistas *Euromoney* e *Institutional Investor.*

La revista *Euromoney* publica una lista de países ya casi tradicional, en la que evalúa el riesgo de cada uno según una fórmula que lo hace en función del volumen de créditos concertados en el período, los *spreads,* y los plazos (2).

La última lista editada es la contenida en el número del mes de octubre y se refiere a los créditos negociados entre enero y agosto del año en curso y, por cierto, no incluye, como la anterior, el volumen de créditos ni el número de operaciones que han sido tenidas en cuenta, lo cual era una información valiosa. España está situada en el número 20, lo que significa ascender dos puestos con respecto al año precedente, y aparecer por primera vez calificada en el grupo de mejores prestatarios: E M I en la terminología de la publicación. Por cierto que el *spread* medio ponderado de los créditos españoles es 0,53, inferior al de nueve de los países que nos preceden en la lista, aunque esté relativamente lejos del 0,31 conseguido por el Reino Unido, en esta ocasión mejor prestatario, según la referida clasificación, delante de Australia y Francia.

Hay que señalar que, como sólo se incluyen países que hayan realizado al menos una operación de préstamo de carácter público o con garantía pública en el período, en la lista faltan numerosos nombres, algunos tan importantes como la República Federal de Alemania o Bélgica.

La revista *Institutional Investor,* en su número de septiembre de este año, publica otra lista, también ya tradicional, de la evaluación de riesgos de 104 países. España ocupa aquí la posición número 26 —recuérdese que ahora se incluyen todos los países—, igual a la que ocupaba en la evaluación anterior que era del mes de marzo, teniendo por delante 18 países de la OCDE, cuatro exportadores de petróleo, incluido México, Taiwán, Hong-Kong y Singapur.

Quizá lo más importante de esta evaluación, que a diferencia de la anterior no está basada en ninguna pretendida fórmula objetiva, sino que es el resultado de una encuesta entre los principales banqueros internacionales, es la valoración negativa que se hace de la evolución de todas las economías de Europa occidental en los últimos seis meses, a excepción de Portugal y Turquía que, sin embargo, ocupan los lugares 41 y 90, respectivamente, consecuencia de las importantes dificultades que este conjunto de países está teniendo para llevar adelante su proceso de ajuste. El índice que refleja esta valoración de la situación de la economía de cada país muestra una posición especialmente negativa en el caso de España, pues es el más elevado después de Bélgica, Irlanda y Francia, aunque su deterioro en los seis úl-

timos meses es menor de lo que había sido anteriormente.

En la medida en que estas evaluaciones puedan considerarse representativas de la opinión de la comunidad financiera internacional, las consideraciones anteriores nos permiten concluir, por el momento, que en la primera parte en 1981, y con respecto a 1980, el riesgo español se ha mantenido estable en posiciones relativas, y ello a pesar de que los observadores han apreciado que la evolución real de nuestra economía ha sufrido dificultades.

Pero la cuestión que nos interesa dilucidar no es cuál pudiera ser la reacción de la comunidad internacional ante la evolución de nuestra economía que, naturalmente, desborda las posibilidades de este artículo, sino cuáles son los factores técnicos que determinan el actual precio de nuestro riesgo y en qué medida, supuesto que las demás circunstancias permanezcan estables, una gestión diferente de nuestro recurso a la financiación exterior mejoraría nuestra posición tanto en términos de costes como, lo que en cierto modo es lo mismo, en términos de posibilidades de recurso al mercado en un momento determinado.

En este sentido, vamos a pasar revista a nuestros niveles actuales de deuda y al desenvolvimiento de la misma en éste y el pasado ejercicio, así como a las expectativas para el año 1982.

LA DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA

La deuda viva externa a largo plazo de la economía española a 30 de septiembre de 1981 ascendía a 24.552 millones de dólares. El cuadro n.º 3 contiene un desglose de esta cifra entre sector público y privado, con mención expresa de alguna entidad o grupo de empresas que son prestatarios importantes. Hemos excluido la deuda a corto plazo, cuyo nivel a las fechas indicadas era irrelevante sin contar, naturalmente, la comercial y la financiación de exportaciones por la Banca delegada que no la consideramos por su distinta naturaleza. En el mismo cuadro puede observarse la evolución en los últimos veinte meses.

La cantidad absoluta de deuda no puede considerarse muy elevada si se atiende a los *ratios* que normalmente se utilizan como indicadores de su importancia relativa. En efecto, esta cifra significa algo menos del 10 por 100 del producto interior bruto de 1980 y los pagos por servicios de deuda el pasado año significaron poco más del 16 por 100 del valor de nuestras exportaciones. Estos *ratios* se comparan favorablemente, por ejemplo, con los de los países nórdicos, todos ellos con calificación Triple A o casi Triple A y para los que, según las estadísticas de la OCDE, en el año 1978 los *ratios* eran en todos los casos menos favorables. En concreto, los servicios de la deuda estaban en tres de los cuatro países por encima del 20 por 100 de sus exportaciones y lo mismo ocurría con el *ratio* respecto al producto interior bruto que en el caso de Dinamarca,

CUADRO N.º 3

DEUDA EXTERIOR DE ESPAÑA A LARGO PLAZO

(En millones de dólares)

PRESTATARIO	*31-12-79*	*31-12-80*	*31-9-81*
TOTAL DE DEUDA VIVA	16.615	20.959	24.553
SECTOR PUBLICO	*7.540*	*9.117*	*10.576*
Estado	1.688	1.571	2.026
RENFE	946	1.162	1.385
Grupo INI	3.620	4.763	5.428
ICO (1)	—	—	1.642
Corporaciones Locales (1)	—	—	25
Otros organismos públicos	1.276	1.621	70
SECTOR PRIVADO CON GARANTIA PUBLICA	*1.319*	*1.333*	*1.359*
DEUDA PRIVADA SIN GARANTIA PUBLICA	*7.756*	*10.509*	*12.618*
Autopistas	794	1.093	1.254
Eléctricas (1)	—	—	5.751
Otros	6.962	9.416	5.613

(1) Los guiones indican que no existe desglose de la cifra para esa fecha.

Fuente: Banco de España.

CUADRO N.º 4

PORCENTAJE DE AMORTIZACIONES EN CADA AÑO SOBRE LA DEUDA A 30 DE JUNIO DE 1981

AÑOS	Porcentajes
1981 (2.º semestre) ...	5,56
1982	11,50
1983	10,99
1984	14,71
1985	12,35
Mayor plazo	43,02
Indeterminado	1,86

por ejemplo, era el doble que el español.

También favorable es la relación con el nivel de reservas exteriores. Estas se encontraban al comenzar el cuarto trimestre alrededor de 12.000 millones de dólares, nivel similar al del principio del año y muy satisfactorio tanto respecto a la deuda total, 50 por 100, como al volumen de exportaciones. Pero es que, además, el componente oro de tales reservas está valorado a la vieja paridad de 44 dólares la onza, lo que a precios actuales de mercado sería, más o menos, un 10 por 100 de su valor real. Si se procediera a una contabilización de este activo, acorde con un valor de mercado, cosa que han hecho un gran número de países, el total de reservas se elevaría a unos 18.000 millones de dólares.

Igualmente positivo es el aspecto que presenta el perfil temporal de la deuda. El cuadro número 4 contiene los porcentajes que representaban las amortizaciones de cada año sobre la deuda viva a 30 de junio de 1981. Como puede comprobarse, sólo el año 1984 tiene una concentración un poco más elevada de amortizaciones.

Los aspectos más negativos de nuestra deuda externa son: su evolución y su composición.

Respecto al primer tema, el cuadro n.º 5 contiene los ritmos de incremento de deuda durante un cierto número de años, con desglose a partir de 1977 de los ritmos de incremento para el sector público, incluyendo aquí el endeudamiento privado con aval público, y para el sector privado. En él puede verse que se parte de niveles de endeudamiento ciertamente muy bajos al principio de la década de los setenta —en 1973 nuestra deuda externa sólo era de 3.573 millones de dólares—, y se experimentan incrementos relativamente importantes en varios de los años. Especialmente significativos son los incrementos de 1980 y 1981.

Aunque este esquema está ahora un poco desdibujado por la gran expansión que ha sufrido el endeudamiento exterior de casi todos los países, a consecuencia de las necesidades de financiación de la factura energética, sigue teniendo importancia.

En efecto, la adecuación del nivel de deuda de un país se acostumbra a analizar en relación con indicadores objetivos como las exportaciones de bienes y servicios o el producto interior bruto antes mencionado, pero también se compara con sus propios estándares históricos. Incrementos muy rápidos del nivel de endeudamien-

CUADRO N.º 5

INCREMENTO DE DEUDA EN VALOR ABSOLUTO Y PORCENTAJE PARA LOS AÑOS QUE SE CITAN

AÑOS	DEUDA DEL SECTOR PUBLICO Y PRIVADO CON AVAL PUBLICO		DEUDA DEL SECTOR PRIVADO SIN GARANTIA PUBLICA		DEUDA TOTAL	
	Δ deuda en millones $	% Δ s/deuda año anterior	Δ deuda en millones $	% Δ s/deuda año anterior	Δ deuda en millones $	% Δ s/deuda año anterior
1974	—	—	—	—	2.097	58,69
1975	—	—	—	—	2.614	46,10
1976	—	—	—	—	2.480	29,93
1977	2.070	34,12	1.024	21,81	3.094	28,74
1978	206	1,10	1.028	17,94	1.117	8,06
1979	642	7,80	998	14,76	1.640	10,95
1980	1.591	17,96	2.775	35,78	4.364	26,26
1981 (30-6-81)	976	9,34	1.815	17,23	2.793	13,81

to son generalmente considerados por la comunidad financiera como un factor desfavorable y, en todo caso, pueden plantear dificultades por agotamiento temporal de las fuentes de recursos.

Desde luego, la accesión al mercado internacional puede planificarse en un momento determinado sobre la base de obtener la mayor cantidad de fondos posible, si existe una necesidad de aplicación de esos fondos a las inversiones reales y si existe, naturalmente, un estrangulamiento de carácter transitorio en la balanza por cuenta corriente. Pero la continuidad en un recurso muy elevado a los mercados suele ser un indicio de que los procesos de ajuste se están realizando muy lentamente o no se están realizando, y la comunidad bancaria internacional es especialmente sensible a este hecho. La situación puede ser doblemente desafortunada si las necesidades de balanza de pagos no son tan elevadas y si en el mercado doméstico no se han alcanzado los ritmos de crecimiento posibles para el crédito interior, porque ello significa que se están desaprovechando posibilidades de endeudamiento en moneda local sin que la entrada de capitales extranjeros reporte ninguna ventaja real.

El segundo aspecto negativo al que hemos aludido antes es la composición de la deuda exterior, tanto por lo que se refiere al tipo de instrumentos utilizados para la captación de los recursos como por la concentración masiva sobre los euromercados. De ambos temas hemos hablado anteriormente al analizar las cifras de financiación españolas en comparación con las de otros países, pero nos interesa insistir ahora sobre lo poco afortunado de la concentración de nuestra deuda en préstamos a tipos variables.

Existen, sin duda, razones históricas para esta situación, como lo es nuestra falta de tradición en los mercados cuando las emisiones públicas jugaban un papel primordial como medio de financiación, sobre todo para los buenos riesgos; el hecho, después, de que los nombres españoles fueran apareciendo en una forma no planificada y, como se ha dicho, atípica; y finalmente el fuerte encarecimiento de los tipos de interés en los últimos tres años, lo que en principio desanimaría la realización de emisiones a tipo de interés fijo.

Pero no se puede ignorar que esta concentración de endeudamiento en tipos de interés flotante ha sido característica de los países poco desarrollados y que, de hecho, en una situación como la que llevamos vivida durante más de tres años, con las curvas de rendimientos invertidas, son causa de un coste elevado de nuestra deuda exterior, incluso si los diferenciales para España se han reducido en valores tanto absolutos como relativos.

En endeudamiento exterior, la diversificación en todos los aspectos: monedas, mercados, instrumentos de crédito y fórmulas de tipo de interés, ofrece las mayores ventajas. No sólo, lo que es muy importante, por permitir el acceso a distintas fuentes de fondos, ampliando así la capacidad potencial de endeudamiento, sino porque es la única fórmula viable de cobertura de riesgos.

Por lo que se refiere a la opción tipo de interés fijo-tipo de interés variable, la estrategia mayoritariamente seguida de elegir los variables considerando que la carestía a corto se compensaría con una baja en el futuro y ello resultaría mejor que endeudarse a precio fijo, más bajo ahora pero alto para estándares históricos, lleva más de tres años probando ser errónea.

Personalmente recomendaremos otra estrategia, basada en la diversificación y que, por cierto, coincide con la utilizada por los mejores riesgos existentes en los mercados.

Como nota final de la descripción de nuestra actual deuda, señalaremos la fuerte concentración que tiene en dólares, que representan el 68,5 del total. Los marcos alemanes son el 11,5 por 100 y los francos suizos el 9,6 por 100. Así, entre las tres monedas totalizan más del 90 por 100. La evolución del tipo de cambio del dólar es una prueba clara de que la única política de cobertura real frente a las fluctuaciones de los cambios es una diversificación amplia de monedas. Desde este punto de vista resulta interesante, sobre todo para entidades con un endeudamiento pequeño, la aparición de operaciones en derechos especiales de giro o en cualquier otra cesta de monedas.

Hemos analizado hasta aquí la estructura de nuestra deuda exterior, pero nos interesa avanzar un paso más y analizar la política de endeudamiento que se está siguiendo en el momento presente y las posibilidades para un futuro inmediato, digamos el año 1982.

Al empezar el año 1981 las estimaciones del déficit de la balanza por cuenta corriente se

CUADRO N.º 6

CREDITO FINANCIERO EXTERIOR BRUTO A LA ECONOMIA ESPAÑOLA

(En millones de dólares)

PRESTATARIO	*1981*		*1982*
	Techo de endeudamiento autorizado por CIFEX (1)	*Deuda realmente autorizada hasta 31 de octubre*	*Estimación provisional sobre posibles necesidades de los prestatarios (2)*
TOTAL SECTOR PUBLICO	*4.230*	*3.183*	*4.078*
Tesoro	800	650	1.000
ICO	540	360	505
INI/INH (empresas del grupo)	1.000	770	900
RENFE	375	307	440
CAMPSA	500	500	—
Canal Isabel II	35	35	—
Autopistas (3)	800	546	933
Ayuntamientos y entes locales	180	20	300
TOTAL SECTOR PRIVADO	*3.300*	*2.063* (4)	*3.600*
Telefónica	300	300 (4)	325
Eléctricas (excluidas las del INI)	1.500	405 (4)	1.464
TOTAL SECTOR PUBLICO Y SECTOR PRIVADO	7.530	5.251	7.673

(1) Se reducían las previsiones de los prestatarios.

(2) Esta estimación sobre las previsiones de los prestatarios está basada en las informaciones aparecidas sobre programas de inversión y, sin duda, está sujeta a revisión.

(3) Comprende tanto los préstamos avalados como los no avalados.

(4) Autorizaciones a finales de agosto.

encontraban en torno a los 6.000 millones de dólares, en tanto que las amortizaciones de préstamos financieros ascendían a 2.700 millones. Había, pues, que financiar alrededor de 8.700 millones de dólares por ambos conceptos, lo que, después de tener en cuenta los restantes renglones de la balanza de capitales, llevó a prever un endeudamiento máximo bruto próximo a los 7.500 millones de dólares.

El cuadro n.º 6 recoge en su primera columna los techos máximos autorizados por la Comisión Interministerial de Financiación Exterior para los principales prestatarios. En la segunda columna recoge, aproximadamente, las cifras utilizadas de estos techos teóricos de endeudamiento, hasta 31 de octubre para el sector público y hasta 31 de agosto para el privado; y con independencia de que aún falten dos meses del año, permiten concluir que las cifras reales se han mantenido por debajo de los programas establecidos en su momento. Ello se ha debido a dos factores fundamentales: el primero, la carestía de los recursos exteriores, que por cierto está flexionando en noviembre; y el segundo, la aparición de una fuente de financiación en pesetas hacia donde se han podido desviar algunos préstamos inicialmente programados en el sector exterior. Un mejor comportamiento de distintos renglones de la balanza de pagos ha permitido, a pesar de todo, mantener sensiblemente estable el nivel de reservas.

Las cifras nos permiten afirmar que las reducciones en el recurso al mercado exterior han sido relativamente generales, pero el desinterés por los préstamos exteriores ha aumentado sustancialmente en la última parte del año.

La disminución ha afectado de una forma especial al sector eléctrico, que como puede observarse en el cuadro n.º 3, como grupo es, con gran diferencia, el principal prestatario exterior. En los ocho primeros meses de este año el sector ha concertado préstamos en el extranjero por menos de un ter-

cio de la cantidad que concertó en el mismo período del año anterior, aunque en este caso concreto a las razones antes aludidas quizá haya que añadir el hecho de que estas empresas hubieran anticipado su endeudamiento externo el año precedente, con vistas a cubrirse de posibles restricciones en las autorizaciones pertinentes, dado que parecía haber una avalancha de peticiones en el conjunto de la economía.

Como resultado de esta contracción de la demanda de créditos exteriores, es más que posible que la deuda total a finales del año no alcance los 25.000 millones de dólares.

Aunque es todavía pronto para definir un programa de endeudamiento de cara al año 1982, la tercera columna del cuadro n.° 6 contiene una estimación de las necesidades de los principales prestatarios para dicho año. Las cifras, que en muchos casos sólo son indicativas, de confirmarse mostrarían el mantenimiento de la misma tónica de este año para el sector privado e incluso para cierta parte del sector público, y una expansión en las previsiones del Tesoro. Hay que anotar, sin embargo, que la cifra del Tesoro, que es la consignada en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, sólo ha actuado de cifra límite en años anteriores y no se ha agotado, y que en esta ocasión, y por primera vez, está condicionada a la marcha de los mercados doméstico e internacional al haberse introducido en el citado Proyecto de Ley una cláusula, que consideramos una mejora técnica importante, que dispone que ciertos fondos pueden obtenerse alternativamente en el mercado doméstico o internacional, dependiendo de la situación de éstos.

Una cantidad en torno a los 7.700 millones de dólares de endeudamiento bruto, como la que se deduce del cuadro comentado, aunque no sería imposible de obtener, nos parece muy elevada porque implicaría un incremento de deuda del orden de 5.000 millones de dólares, habida cuenta que las amortizaciones del año estarán en torno a los 2.850 millones, y creemos que sería un factor negativo en la opinión del mercado sobre el riesgo español.

Por otra parte, si se confirma un déficit de balanza por cuenta corriente, como el actualmente previsto, en torno a los 4.500 millones de dólares, se podría producir —con un comportamiento normal del resto de la balanza de capitales— un incremento de reservas próximo a 2.000 millones de dólares que, en nuestra opinión, sería innecesario e indeseable. Ello abogaría, un año más, por una limitación de recurso al mercado exterior.

CONCLUSIONES

Del análisis de la situación que hemos reflejado puede deducirse que, al menos hasta finales de 1982, la financiación exterior no planteará ningún problema para el desenvolvimiento de nuestra economía y que, a medio plazo, en el supuesto de que se adopte una política razonable de aproximación a los mercados, tampoco debería constituir un estrangulamiento.

Consevar una buena apreciación como prestatarios, que garantice la expansión del recurso al crédito exterior y mejore las condiciones del mismo, debe ser el objetivo de una sana política de financiación exterior, la cual inevitablemente pasa por un cierto dirigismo de las autoridades económicas en esta materia que, sin embargo, en nuestra opinión está justificado.

En efecto, si hubiera que evaluar la concurrencia a los mercados internacionales del conjunto de los prestatarios españoles, la primera característica que se pondría de manifiesto sería la falta de sistemática con la que se ha producido y, en particular, el alto número de prestatarios y el altísimo número de operaciones que se realizan. España no sólo ha venido siendo en los últimos años uno de los principales tomadores de fondos, sino que ha sido con gran diferencia el país para el que se han realizado el mayor número de operaciones. Esto, en opinión generalizada del mercado, ha contribuido a que en el pasado se haya pagado más por los recursos que otros prestatarios de riesgo teóricamente equivalente.

En el marco de un sistema financiero absolutamente libre no habría en principio razón para ordenar la concurrencia a los mercados internacionales. Pero, por una parte, cuando se ha producido en el pasado la aparición española en los principales mercados, nuestro sistema no lo era, y, por otra parte, aún hoy tampoco lo es plenamente. Además, las razones que llevan a un determinado prestatario a concurrir al mercado internacional están ampliamente condicionadas por disposiciones de índole institucional. En un país son relativamente pocos los inversores no ligados al sector público, directamente o a través de precios administrados, que

pueden concurrir a tales mercados porque las incertidumbres del tipo de cambio hacen muy problemática una financiación en moneda distinta de la del propio país y en la que, por lo tanto, están denominados sus activos sociales y se vende su producción.

La creación de la Comisión Interministerial de Financiación Exterior por Real Decreto 2.549/1977, de 19 de septiembre, con el objetivo de «diseñar una política coherente en los mercados financieros» y ordenar la concurrencia de los prestatarios es, creemos, el reconocimiento por las autoridades españolas de la existencia de características atípicas en nuestra presencia en tales mercados; y la mejora relativa que se ha apreciado en el papel español durante los últimos dos años puede asociarse con su funcionamiento.

Hay que hacer notar que al principio del mes de noviembre de 1981 las autoridades italianas han establecido un procedimiento de regulación del acceso al crédito exterior para los prestatarios italianos, en todo similar al aplicado por esta Comisión Interministerial.

Pues bien, la política de financiación exterior que debe aplicarse ha de atender en nuestra opinión a los siguientes extremos:

1.° Evaluación de las posibilidades de suministro de fondos por el mercado que resulten coherentes con los objetivos de política económica.

2.° La ordenación, en todo caso, de la concurrencia de los prestatarios a los mercados extranjeros.

3.° La selección de los prestatarios más adecuados para cada mercado dentro del marco de la estrategia global definida para la financiación exterior.

4.° La selección de los proyectos que tales prestatarios pueden financiar en estos mercados.

Respecto al primer punto, y de acuerdo con la exposición realizada anteriormente, creemos que en 1982 habría de limitarse el endeudamiento bruto a una cifra en torno a los 5.500 millones. Esto reduciría el incremento de la deuda a poco menos de 2.000 millones y constituiría un objetivo perfectamente compatible con una apreciación del «riesgo español».

Por lo que respecta al segundo punto, esto es, la ordenación de la concurrencia a los mercados, el establecimiento de un calendario que ordene temporalmente las operaciones de los distintos prestatarios se ha mostrado como un instrumento bastante eficaz que los Bancos en general comentan favorablemente y contrastan con las posiciones de algunos otros países con un alto volumen de necesidades y que están ahora en la situación en que, de alguna manera, estuvo España antes del establecimiento de la CIFEX. La introducción en Italia de un mecanismo similar al nuestro creemos que nos ahorra cualquier justificación adicional.

El procedimiento, sin embargo, es susceptible de mejora si se pudiera completar con una difusión entre los grandes prestatarios de la información necesaria referida a las operaciones en curso y a las condiciones en que se desarrollen tanto las negociaciones como las distintas fases de la ejecución de los créditos, sean sindicaciones, ventas de bonos, etc. Ello daría, sin duda, una transparencia al mercado desde el lado de la demanda que, hoy por hoy, no tiene y que, por el contrario, tiene en mayor medida el sector de la oferta.

El tercer tema que hemos sugerido es la selección de prestatarios. Nos parece éste un asunto capital. Ya se ha dicho que el número de operaciones que se realizan para prestatarios españoles es muy elevado, mucho más que para cualquier otro país en algunos años. Un objetivo a conseguir en este terreno sería la reducción del número de nombres concurrentes a los mercados, pero, en la medida en que esto no sea posible, sí resulta del máximo interés encaminar, a los prestatarios hacia los distintos mercados, de manera que concurran entre sí en el menor grado.

Se ha dicho que nuestra deuda está ampliamente concentrada en los euromercados y, por lo tanto, una norma de mínima prudencia induce a buscar una mayor diversificación, sin que esto quiera decir que ignoremos que este mercado tiene una gran importancia relativa.

Los prestatarios del sector público tienen una importante misión que cumplir con respecto al tema porque, por una parte, son entidades adecuadas para abrir los nuevos mercados y para realizar emisiones públicas y tienen más versatilidad para buscar fuentes alternativas de financiación y, por otra parte, deben dejar espacio suficiente para los prestatarios privados.

Hablando del año próximo, creemos que una estrategia adecuada debería intentar:

- Que algunos prestatarios públicos o quizá el propio Tesoro, obtuvieran fondos directamente de países árabes, ya que estos países están haciendo cada vez más tales operaciones y nuestras relaciones políticas con ellos son inmejorables.
- Habrían de utilizarse al máximo las posibilidades de fuentes alternativas a los mercados privados de capitales y, en particular, nos referiremos a las facilidades de crédito que ha ofrecido el Banco Europeo de Inversiones, que ascienden a 200 millones de unidades de cuenta en un plazo de veinticuatro meses y que por razones de calendario podrían ser utilizadas casi en su totalidad en 1982. Otro tanto puede decirse de los créditos suministrados por el Consejo de Europa con cargo al llamado Fondo de Reinstalación, y del que podrían obtenerse quizá 50 millones de dólares anuales, facilidad que hasta ahora nunca hemos utilizado.

Pero quizá en el terreno en el que se requiere mayor actuación de parte de los prestatarios públicos es en el de la concurrencia a los mercados de bonos. Este es, desde luego, un aspecto que está muy condicionado a la marcha de los propios mercados pero, como ha quedado de manifiesto cuando hemos descrito la evolución de los mercados internacionales en el pasado reciente, nuestra participación ha estado por debajo de las posibilidades reales. No insistiremos en las ventajas de las emisiones de bonos, a las que ya nos hemos referido, pero sí debemos añadir que la posición contraria a tales emisiones, que se basa en la existencia de un mal precio para el papel español ya emitido, debe ser descalificada, porque ello se corresponde con la situación del pasado, cuando no había una política global de financiación exterior y, en nuestra opinión, con la existencia de ésta puede y debe corregirse.

Si se comparan los rendimientos en los mercados secundarios del papel español y el de otros países, puede comprobarse fácilmente cómo los diferenciales no guardan la más mínima uniformidad, dejando patente que no se trata del mayor precio que corresponde a un peor riesgo, sino simplemente de una inadecuada gestión de la concurrencia a los mercados, cuando no simplemente de la falta de atención de las respectivas entidades al mercado secundario. Por ejemplo, el 28 de octubre las cotizaciones de los bonos en el mercado suizo daban un diferencial de 56 puntos básicos entre papel con el mismo vencimiento de los Gobiernos de Austria y España y en cambio 192 puntos básicos entre otro papel del Gobierno austríaco y papel de una entidad española con garantía del reino. Como muestra de la no linealidad de estos diferenciales, digamos que en el mercado japonés se han firmado dos colocaciones privadas consecutivas, aunque con un mes de diferencia, la primera de un prestatario español con garantía del Estado y la segunda del Reino de Bélgica, y la diferencia de rendimiento al vencimiento es tan sólo de 13 puntos básicos. En nuestra opinión todo esto quiere decir únicamente que hace falta aplicar una política global en la que se incluya un proceso educacional de los prestamistas, y que debe intentarse una presencia tan amplia como sea posible en todos los mercados de bonos.

El último punto a señalar con respecto a la deuda del sector público se refiere a prestatarios privados con aval público. En nuestra opinión este sector del mercado, aunque en algunos casos consigue condiciones excelentes, en su conjunto está planteando problemas importantes al aplicar, para los créditos avalados, diferenciales, que no guardan relación con los que consigue el reino.

Creemos que es imprescindible una mayor coordinación para reducir tales diferenciales a los que normalmente existen entre los créditos directos dados a un prestatario y los que se consiguen por entidades con aval del mismo.

Si a los prestatarios de carácter público se les reserva el importante papel que acabamos de describir, los prestatarios privados con operaciones de una cierta entidad habrían de verse incluidos en el calendario de concurrencia a los mercados, al que nos hemos referido anteriormente. A cambio deberían recibir una información adecuada del desarrollo y las condiciones de los créditos de los prestatarios públicos, que pueden servir de término de referencia. Aunque una parte de esta información suele hacerse pública, el retraso con el que se conoce pone en peores condiciones a los prestatarios que a los prestamistas, que disponen de ella en forma más completa y más deprisa.

El último tema al que nos hemos referido es la selección de proyectos. Creemos que éste es un aspecto fundamental a la

hora de conservar la calidad de un riesgo, y en España hasta el presente quizá no se ha tenido en cuenta. Efectivamente, aunque es posible obtener financiación en el mercado internacional casi para cualquier proyecto, el mercado tiene una preferencia marcada por aquellos programas que son generadores de rentas. En este sentido, las notas que evalúan los riesgos españoles hacen frecuentemente referencia al hecho de que aquí se han financiado demasiadas veces proyectos que no se convierten en inversiones rentables. Los programas de consolidaciones de deudas o los de refinanciación de sectores en crisis pueden ser un ejemplo.

En este sentido, es muy conveniente que se canalicen hacia la financiación internacional precisamente proyectos generadores de renta de empleo.

Aplicando una política de financiación exterior basada en los principios que acabamos de enumerar, creemos que se puede obtener la financiación necesaria para enjugar el previsible déficit de la balanza por cuenta corriente a medio plazo y, además, mejorar nuestra posición tanto por lo que se refiere al precio de nuestro riesgo en comparación a otros países, como mediante la consecución de una deuda más diversificada que disminuya su coste medio, y especialmente los riesgos ahora aceptados respecto a los movimientos de tipos de cambio e interés.

NOTAS

(1) Llamamos la atención del lector no especializado sobre la disparidad que puede notar en las cifras de préstamos internacionales que publican diversas fuentes y que tiene su origen en la falta de transparencia que existe en algunas operaciones. Las cifras del Banco Internacional de Pagos y las de la OCDE deben considerarse las más comprensivas, pues tienen su origen en informaciones obtenidas de los Bancos centrales y, por consiguiente, incluyen préstamos a los que no se da publicidad, como por ejemplo los préstamos directos de un Banco a una entidad pública o a un Estado, y que en los dos últimos años han tenido cierta importancia. Existen también otras cifras publicadas tradicionalmente por algunas entidades privadas o Bancos que, en general, tienen una base suficientemente amplia para que puedan ser utilizadas como fundamento de análisis y a efectos de comparaciones interanuales dentro de cada serie. Tienen, sin embargo, el riesgo de que cambios en los hábitos del mercado hagan que no sean igualmente representativas.

(2) La objetividad de la evaluación viene de la aplicación automática de una fórmula, pero la selección de las variables, posiblemente insuficientes, da en nuestra opinión un sesgo a los resultados que a veces resultan chocantes. En todo caso, no es este lugar para discutir este problema.

LA INVERSION DE LA EMPRESA ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR

Hasta 1975 la proyección exterior de las empresas españolas se mantuvo en el ámbito estrictamente comercial, manteniendo o ampliando las redes de distribución y venta de los productos españoles, y con un ámbito territorial europeo bien determinado. Desde ese año en adelante, nuestras inversiones exteriores cambian de sentido y de rumbo. Se van a localizar fundamentalmente en Iberoamérica y su objetivo va a desplazarse hacia los sectores industrial y financiero.

Junto a éstas se infieren otras conclusiones del artículo de **Juan José Durán** y **Paloma Sánchez**, que aconsejan un seguimiento del tema tratado, que permita determinar, para el futuro, si el nuevo camino emprendido por nuestras inversiones en el exterior puede crear nuevas posibilidades. para la lucha contra la crisis interna.

INTRODUCCION

LOS avances producidos en las técnicas de dirección y gestión empresarial, la posibilidad de tratar grandes cantidades de información en un espacio corto de tiempo y la rapidez de las comunicaciones y de los transportes han permitido que una empresa realice, coordine y controle actividades diversas localizadas en diferentes lugares, separados, en ocasiones, por considerables distancias sociales y geográficas. En parte como consecuencia de dichos avances tecnológicos, y dado un sistema de mercados imperfectos en el que cada vez existe más asimetría en la información disponible entre distintos agentes económicos, la empresa puede alcanzar elevadas tasas de crecimiento a través del desencadenamiento y mantenimiento de procesos de diversificación industrial y geográfica.

Los datos disponibles muestran que el volumen de activos productivos mundiales que las empresas multinacionales controlan es creciente sin que, por el momento, parezca existir un techo definido a dicho proceso.

Este crecimiento empresarial puede ser visto como un fenómeno de interiorización de mercados de productos intermedios, a través del cual se produce un proceso de integración vertical, horizontal y heterogéneo o de carácter conglomerado. Cuando dicho fenómeno traspasa las fronteras de uno o más países nos encontramos en presencia de la empresa multinacional.

Estos grupos económicos, en especial los de gran tamaño, y en concreto aquellos en cuyas manos se encuentra la tecnología básica y fundamental para el desarrollo económico, según las pautas del modelo imperante, tienden a localizarse prioritariamente en países con una infraestructura y entorno social, político y económico adecuados para llevar a cabo sus actividades productivas. Es decir, se localizarán en primer lugar, en los países más avanzados, al menos en lo relativo a aquellas fases de producción que realmente puedan calificarse de verdaderamente estratégicas y que, por tal motivo, deban de estar sometidas a un reducido nivel de riesgo económico y político, necesario para preservar la información relevante (conocimientos privativos) que, fundamentalmente, les confiere su ventaja comparativa. A medida que el proceso de crecimiento sigue su curso, se van creando otros mercados y las condiciones necesarias para localizar (descentralizar) nuevos centros de producción, creando filiales en países intermedios, también denominados nuevos países industrializados, para el desarrollo de actividades industriales tradicionales o clásicas, y en países subdesarrollados para la explotación y control de materias primas, básicamente.

Por tanto, un país será elegible para la inversión directa siempre que sus condiciones de entorno así lo «demanden». Es decir, siempre que su sistema político, legal, económico y cultural se adecue a la función objetivo de la gran empresa privada y no constituya objeto excesivo de atención de la política de bloques que impera en nuestros días.

Por otra parte, la emergencia de un nuevo país inversor, es decir de un nuevo país «productor» de empresas multinacionales, va a seguir similares pautas de comportamiento a las observadas en los exportadores de capital tradicionales. Si el

mercado que puede interiorizar y los conocimientos tecnológicos que incorpora no tienen un carácter punta a nivel mundial, sino intermedio, los flujos de capital vía inversión directa se orientarán no tanto hacia países de superior nivel de desarrollo, sino hacia economías también intermedias en las cuales resulta rentable la explotación de dichos conocimientos.

La economía española es un buen ejemplo de esta situación. Nuestro país consolida en la década de los setenta el tímido proceso de inversión en el exterior iniciado en años anteriores, proceso que es preciso enmarcar en un contexto de creciente penetración del capital extranjero en España que, con los altibajos conocidos, se remonta a la segunda mitad del siglo XIX.

En efecto, las condiciones globales que se han venido dando en la economía española, como han puesto de manifiesto diversos trabajos, han sido adecuadas para la entrada de capitales extranjeros, especialmente en forma de inversión directa.

La importancia cualitativa y cuantitativa que tiene la presencia del capital extranjero en nuestro país es tal, que ha modificado el marco de las relaciones económicas internas. Dichas alteraciones se han concretado tanto en cambios en las estructuras productivas de muchos de los sectores como en la organización y gestión empresarial, en el comercio y distribución de mercancías y en los mercados financieros en los que hay que enmarcar la economía real. Todo ello, además, ha contribuido a que la española sea una economía cada vez más abierta y también más dependiente, sobre todo de los países denominados de centro. Con la reciente entrada de la Banca extranjera en nuestro país —uno de los pocos sectores que había permanecido al margen de la penetración, lo cual le permitió consolidar su posición interna—, se generaliza la interdependencia de la economía española respecto de la producción y el capital exteriores. Paralelamente, y habida cuenta de la importancia que empieza a adquirir nuestra inversión directa en el extranjero, se puede concluir que, a medio plazo, el proceso de internacionalización de la empresa española es irreversible.

La integración de España en el marco de la división internacional del trabajo y, en consecuencia, en el quehacer económico internacional es un hecho, siendo una de sus principales manifestaciones la existencia de movimientos de capital en una doble dirección. La relativa novedad de los flujos de capital español hacia otros países y la lógica penuria consiguiente de estudios sobre los mismos nos ha animado a profundizar en el tema, con el objeto de ofrecer una visión detallada de la inversión española en el exterior, puesta en consonancia directa con el papel que juegan las empresas multinacionales en el mundo de hoy y, más concretamente, con la inserción de las mismas en nuestro país. A lo largo de las páginas que siguen presentaremos un apretado resumen de la investigación efectuada (1).

1. ANALISIS GLOBAL DE LAS INVERSIONES AUTORIZADAS POR LA ADMINISTRACION

Las fuentes fundamentales de datos para analizar las inversiones directas españolas en el exterior son, de un lado, las autorizaciones o verificaciones que el organismo competente concede para su realización y, de otra, las salidas efectivas de capital, por este concepto, que nos proporciona la balanza de pagos.

Las cifras anuales derivadas de una y otra fuente no coinciden exactamente debido a que un proyecto de inversión que se autoriza en un período, puede efectuarse en ese mismo período, en otro posterior o no realizarse nunca. Al mismo tiempo, puede ocurrir que la cuantía realmente invertida no coincida con la inicialmente autorizada (2).

En el cuadro n.° 1 se recogen las autorizaciones concedidas para la realización de inversiones directas desde 1959 hasta 1980 atendiendo al número de expedientes tramitados, al valor total y al valor medio de los mismos y, por último, al número y porcentaje de autorizaciones inferiores al valor medio. En él se observa, aunque con pequeños altibajos, una tendencia creciente, destacando el sensible aumento producido en la década de los setenta con relación a la etapa precedente, como respuesta lógica a las características económicas del momento.

Asimismo, de la información recogida en el cuadro que nos

CUADRO N. º 1

INVERSIONES DIRECTAS ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR. EXPEDIENTES AUTORIZADOS POR LA ADMINISTRACION Y LIBERALIZADOS. 1959-1980

(Valor en millones de pesetas)

AÑOS	N.º de expedientes autorizados	Valor total	Valor medio autorizado	AUTORIZACION INFERIOR/ VALOR MEDIO	
				Número	%
1959	1	2,64	2,64	n.d.	n.d.
1960	8	23,14	2,76	n.d.	n.d.
1961	22	157,44	7,14	n.d.	n.d.
1962	43	452,39	10,48	n.d.	n.d.
1963	32	160,65	4,97	n.d.	n.d.
1964	46	339,61	7,36	n.d.	n.d.
1965	45	206,88	4,61	33	73
1966	73	582,41	7,85	63	86
1967	68	645,84	9,48	59	87
1968	92	1.854,37	19,65	79	85
1969	138	927,83	6,71	103	74
1970	111	2.506,29	22,37	98	87
1971	136	1.717,23	12,66	119	87
1972	195	2.612,50	13,37	158	81
1973	243	4.310,22	17,47	192	79
1974	226	8.673,02	38,38	201	89
1975	126	1.989,93	15,79	95	75,4
1976	205	4.252,72	20,74	167	81,5
1977	276	13.494,95	48,89	269	97,5
1978	428	12.897,39	30,13	341	79,7
1979	516	22.350,92	43,31	435	84,3
1980	1.293 (1)	25.736,00	19,90 (2)	—	—

(1) Incluye la apertura de sucursales y delegaciones.

(2) Si excluimos sucursales y delegaciones, el valor medio por proyecto fue de 28,1 millones de pesetas.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Dirección General de Transacciones Exteriores.

ocupa resalta, por una parte, el reducido valor medio de las autorizaciones —sólo en alguno de los últimos ejercicios se ha superado la cifra media de 30 millones de pesetas por expediente—, cuyo crecimiento a lo largo de la última década queda minimizado si se recuerdan las tasas de inflación sufridas en el período y, por otra, el elevado número y porcentaje de autorizaciones inferiores a ese valor medio, siempre superior al 70 por 100. Estos dos últimos aspectos son consecuencia de un mismo fenómeno, cual es que una buena parte de las autorizaciones se localizan en empresas comerciales que no requieren un elevado volumen de recursos.

Dejando aparte las oscilaciones en los valores de los años sesenta, cuyas causas son difíciles de precisar y en cualquier caso poco relevantes, ya que los aumentos o disminuciones que se producen tienen un escaso peso en términos absolutos, dados los bajos niveles de los que se parte, es menester destacar el bache que se produce en 1971 como consecuencia, no del descenso en el número de expedientes, sino del valor medio de los mismos y de la escasez de proyectos de inversión de envergadura. En 1972 se superan apenas los niveles del 70 y en 1973, en que se modifican las normas que regulan estas inversiones, liberalizando las que se realicen bajo determinados supuestos, se produce un sensible incremento tanto del número de expedientes como del volumen autorizado. El año 1974 ve duplicarse dicho volumen con respecto al año anterior aunque los motivos son, en parte, los contrarios a los comentados para 1971; si bien el número de inversiones autorizadas desciende, se presentan una serie de proyectos importantes que elevan, por un lado, el total y, por otro, el valor medio de los mismos.

Tras el bache experimentado en 1975, que podemos atribuir tanto a la mayor conciencia de crisis económica existente en ese período, como al grado de incertidumbre política, en 1976 se experimenta una recuperación que se mantendrá en los años 77 y 78. Es de hacer notar que, a nuestro juicio, el verdadero *boom* de las inversiones españolas en el exterior se produce en ese último año, toda vez que, aunque el volumen total es superior en el 77, ello es debido a una serie de proyectos importantes, lo que una vez más eleva el valor medio; sin embargo es en el 78 cuando un gran número de empresas (un 55 por 100 de expedientes más que en el año anterior) deciden acometer nuevas inversiones o ampliar las anteriormente realizadas.

En el año 1979 se va a experimentar de nuevo un fuerte incremento, alcanzándose un volumen de autorizaciones superior a los 22.000 millones de pesetas, lo que representa un aumento del 73,2 por 100 respecto al año anterior. Las cifras de 1980, indicativas, sin duda, del grado de incidencia de las medidas liberalizadoras de finales del 79, muestran un incremento del número de expedientes del 250 por 100 respecto al año anterior, en parte debido a que a partir de ese año se incluyen entre los expedientes autorizados y verificados la apertura de sucursales y delegaciones, y en parte debido al elevado número de proyectos de escasa cuantía realizados por personas físicas (3). El valor total autorizado experimenta un incremento del 15 por 100 aproximadamente.

Atendiendo a las salidas efectivas de capital, en concepto de inversión directa, según datos de la balanza de pagos, cabe resaltar, en general, el paralelismo con las cifras de autorizaciones que acabamos de comentar, evidenciando que las segundas se efectuaron generalmente en el ejercicio siguiente a las primeras (4). El coeficiente de correlación entre dichas autorizaciones y las inversiones efectivas es del 0,96, es decir, lo suficientemente elevado como para permitir generalizar los resultados del análisis de aquéllas al ámbito de éstas. Por tanto, atendiendo tanto a una como a otra fuente, podemos decir que es en la década de los setenta, y en especial en su segunda mitad, cuando la inversión directa española en el exterior empieza a adquirir cierta importancia cuantitativa, lo que estimamos es un indicador más del aumento de la inserción de la economía española en la economía mundial (5).

2. DISTRIBUCION GEOGRAFICA

Desde el punto de vista geográfico, para el período 1963-1980, nuestra inversión directa en el exterior, como se desprende del cuadro n.° 2, se concentra en un 91 por 100 del total en dos grandes áreas: América y Europa Occidental. Atendiendo al nivel de desarrollo, se observa que a las zonas más avanzadas (CEE y USA) se ha dirigido un 35,3 por 100, mientras que hacia países con un grado de desarrollo similar o inferior al nuestro ha ido prácticamente el resto, siendo Iberoamérica la receptora de un 65,6 por 100 del total (6).

Centrándonos primeramente en Europa, los datos muestran la disminución de la importancia relativa de las inversiones. En efecto, tras absorber un porcentaje cercano al 50 por 100 en la primera década considerada y alcanzar volúmenes superiores al 70 por 100 en los años 1971 y 1972, debido a algunos proyectos importantes en Gran Bretaña y Portugal, se observa un considerable declive a partir de 1976, sin duda no ajeno a la crisis generalizada en este último período. Es especialmente significativo que en los años 1977 y 78 en que se produce el *boom* de las inversiones en el exterior, Europa sólo reciba un 17 y un 19,7 por 100, respectivamente; reduciéndose este porcentaje en el 80 a un modesto 14,8 por 100. Dentro de ella, los países comunitarios destacan claramente sobre el resto, especialmente Francia, que recibe de forma continuada el mayor flujo de capital. La cercanía es, sin duda, un factor influyente en este caso, habida cuenta además de que la mayoría de las inversiones en el país vecino tienen un carácter comercial.

Le siguen en importancia Gran Bretaña, Luxemburgo y Bélgica, si bien el flujo hacia estos dos últimos países reviste una mayor irregularidad.

Dentro de los países de la EFTA (7), sólo es destacable Portugal, seguido de Suiza, aunque en este último caso es preciso resaltar la discontinuidad de las inversiones. Estas, tanto en este país como en Luxemburgo, son en su mayoría destinadas a empresas financieras y *holding.*

Volviendo los ojos al continente americano, nos encontramos con una visión bien distinta, es decir, una participación

CUADRO N.° 2

DISTRIBUCION POR ZONAS GEOGRAFICAS DE LAS INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR AUTORIZADAS POR LA ADMINISTRACION Y LIBERADAS (1963-1980)

(En millones de pesetas)

ZONA GEOGRAFICA	*1963-69*	%	*1970*	%	*1971*	%	*1972*	%
Europa	2.013,86	42,8	539,39	21,5	1.277,72	74,4	1.890,19	72,4
CEE	1.670,99	35,5	193,70	7,7	1.153,09	67,1	363,71	13,9
EFTA	303,49	6,5	343,62	13,7	123,15	7,2	1.505,01	57,6
Otros	39,38	0,8	2,07	0,1	1,48	0,1	21,47	—
América	2.321,65	49,4	395,23	15,8	368,05	21,4	649,57	24,9
USA	98,09	2,1	30,11	1,2	118,07	6,9	130,47	5,0
Iberoamérica	2.198,45	46,7	364,33	14,5	248,41	14,5	519,10	19,9
Otros	25,11	0,6	0,79	—	1,57	0,09	—	—
Africa	353,03	7,5	32,91	1,3	62,87	3,7	69,66	2,7
Asia	16,34	0,4	1.538,76	61,4	8,59	0,5	3,08	0,1
Oceanía	—	—	—	—	—	—	—	—
Otros	—	—	—	—	—	—	—	—
TOTAL	4.704,88	—	2.506,29	—	1.717,23	—	2.612,50	—

ZONA GEOGRAFICA	*1973*	%	*1974*	%	*1975*	%
Europa	2.537,47	58,9	2.327,60	26,8	1.052,16	52,9
CEE	2.046,37	47,5	1.808,90	20,8	905,44	45,5
EFTA	485,52	11,3	458,48	5,3	113,72	5,7
Otros	5,58	0,1	60,23	0,7	33,00	1,7
América	1.586,42	36,8	4.788,15	55,2	705,19	35,4
USA	329,70	7,7	88,16	1,0	300,12	15,1
Iberoamérica	1.249,73	29,0	2.802,75	32,3	363,79	18,3
Otros	6,99	0,1	1.897,24 (1)	21,9	41,28	2,0
Africa	53,34	1,2	1.526,20	17,6	189,40	9,5
Asia	67,78	1,6	29,00	0,3	43,17	2,2
Oceanía	65,21	1,5	1,95	0,0	—	—
Otros	—	—	—	—	—	—
TOTAL	4.310,22	—	8.672,91	—	1.989,92	—

(1) Ese año se autoriza una importante inversión en Canadá.

relativa creciente, a consecuencia de los importantes volúmenes invertidos en el área iberoamericana. El área anglosajona, por el contrario, recibe una menor porción de nuestro capital; así, Estados Unidos absorbe en promedio del período un 9,8 por 100 y Canadá sólo es destacable en 1974, gracias a unos proyectos llevados a cabo por el Instituto Nacional de Industria. Iberoamérica mantiene a lo largo de todo el período su tendencia alcista, siendo especialmente destacables los años 77 y 78 en que absorbe un 64,79 y un 66,23 por 100 de nuestras inversiones totales, respectivamente. Los principales países dentro de la zona se mantienen en sus puestos con ligeras variantes durante toda la última década. El primer lugar es ocu-

CUADRO N.° 2 (continuacion)

DISTRIBUCION POR ZONAS GEOGRAFICAS DE LAS INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR AUTORIZADAS POR LA ADMINISTRACION Y LIBERADAS (1963-1980)

(En millones de pesetas)

ZONA GEOGRAFICA	*1976*	%	*1977*	%	*1978*	%
Europa	1.473,91	34,7	2.292,02	17,0	2.538,00	19,7
CEE	1.316,42	30,9	1.882,19	13,9	1.935,20	15,0
EFTA	156,32	3,7	354,76	2,6	599,80	4,7
Otros	1,17	0,1	55,07	0,5	3,00	—
América	1.982,43	46,6	10.085,56	74,7	9.053,36	70,2
USA	77,13	1,81	1.208,43	8,9	258,06	2,0
Iberoamérica	1.905,30	44,8	8.743,13	64,8	8.541,90	66,2
Otros	—	—	134,00	1,0	252,23	2,0
Africa	268,23	6,3	912,50	6,7	1.245,00	9,7
Asia	523,14	12,3	204,90	1,5	61,03	0,5
Oceanía	5,00	0,1	—	—	—	—
Otros	—	—	—	—	—	—
TOTAL	4.252,71	—	13.494,98	—	12.897,39	—

ZONA GEOGRAFICA	*1979*	%	*1980*	%	*Total*	%
Europa	5.034,67	22,5	3.804,72	14,8	26.781,72	25,5
CEE	4.217,06	18,9	3.187,64	12,4	20.680,71	19,6
EFTA	738,11	3,3	583,25	2,3	5.765,23	5,6
Otros	79,50	0,3	33,83	0,1	335,78	0,3
América	16.620,08	74,3	20.528,86	79,8	69.084,55	65,6
USA	3.359,21	15,0	4.302,78	16,7	10.300,87	9,8
Iberoamérica	13.189,93	59,0	16.070,81	62,5	56.197,63	53,4
Otros	70,94	0,3	155,27	0,6	2.586,05	2,5
Africa	598,41	2,7	1.150,92	4,5	6.462,47	6,1
Asia	—	—	137,17	0,5	2.632,96	2,5
Oceanía	—	—	9,72	—	81,88	0,1
Otros	97,76 (1)	0,5	104,60 (2)	0,4	202,36	0,2
TOTAL	22.350,92	—	25.735,99	—	105.245,94	—

(1) Incluye inversiones en: Ghana, Pakistán, República Sudafricana, Mauritania, Japón, Thailandia, Hong-Kong, Yugoslavia, Nueva Zelanda, Antillas Holandesas y Rusia.

(2) Incluye inversiones en: Ghana, Hong-Kong, Líbano, Liberia, República Sudafricana, Singapur y Sudán.

pado por Venezuela, si bien algunos de los proyectos recogidos en estos datos han resultado fallidos. Le siguen, por orden de importancia, Argentina, Brasil, Puerto Rico, Méjico (primer receptor en 1979) y Chile.

Las razones de este predominio hay que buscarlas en buena medida en la afinidad cultural e idiomática que, sin duda, levanta reservas y barreras para el empresario español, pero, sobre todo, en la capacidad de absorción del nivel tecnológico que España puede ofrecer a estos países y en la política económica seguida por muchos de ellos, que prima el establecimiento de empresas extranjeras para abastecer al mercado local,

frente a la realización de importaciones. Nuestras inversiones allí, en buena parte de carácter industrial, tienen como objetivo, entre otros, el obviar las dificultades que para vender productos desde España se venían encontrando.

Las restantes áreas geográficas tienen una importancia muy escasa. En Africa sólo revisten un carácter continuado los proyectos en Argelia y Marruecos; en Nigeria sólo hubo una inversión importante en 1974. En Asia, destaca únicamente Irán y el emirato de Dubai por una inversión en el año 1970. En conjunto, ambos continentes reciben en promedio poco más de un 8 por 100 de nuestro capital.

A pesar de la relativa concentración de nuestras inversiones, cabe mencionar que se ha producido un mayor grado de diversificación geográfica en la última década, ya que, mientras para el período 1963-69 los diez primeros países del conjunto recibían un 77,64 por 100 del total, si consideramos un período más amplio (1963-78) los diez primeros reciben un 60,59 por 100.

Cabe destacar, por último, el incremento que experimentan las inversiones en Estados Unidos en los dos últimos años, en que recibe un 15 y 16,7 por 100 del total respectivamente, a consecuencia de los proyectos llevados a cabo por alguno de los principales Bancos españoles en ese país.

En resumen, se observa que, a lo largo de las dos décadas consideradas, la localización de la inversión directa española en el exterior ha experimentado un importante cambio de tendencia y las razones del mismo hay que buscarlas en el proceso de desarrollo español dentro del contexto mundial, que ha ido modificando las motivaciones del empresariado en su salida al extranjero.

Así, en una primera etapa, nuestras inversiones se dirigen a Europa, principal zona destinataria de los bienes españoles, y tienen como objetivo básico la creación de redes comerciales y de distribución que promuevan y fomenten las ventas. Los países europeos, en general más desarrollados que el nuestro, bien compran en España los productos que a ellos no les es rentable fabricar (por su alto contenido en mano de obra, por su tecnología de carácter medio cuando ellos se especializan en tecnología punta, etc.), bien instalan empresas para producirlos aquí, pero lo que sin duda es difícil es que España fabrique dichos productos en Europa (8).

Posteriormente, a medida que el desarrollo industrial español se consolida y la aventura de salir al exterior empieza a dejar de serlo, la motivación del inversor varía y, por ende, el tipo de actividades que va a realizar fuera de España y las zonas a las que se dirige. La diversificación geográfica de exportaciones se torna cada vez más ardua, ya que en el área latinoamericana, que podría ser un destino natural de las mismas, se encuentran numerosos países emergentes desde un punto de vista industrial, que llevan a cabo una política de sustitución de importaciones, vía aranceles altos y fomento de la producción interna. Las características de mano de obra relativamente barata y capacidad tecnológica intermedia, que España presentaba en los años sesenta, se dan en los setenta en dicha zona, y, siguiendo el proceso marcado por la división internacional del trabajo, ahora resulta interesante para el empresario español invertir allí, no tanto en el establecimiento de redes comerciales, como en plantas de producción y montaje. Las razones de afinidad idiomática y cultural antedichas hacen el resto al reducir riesgos y dificultades.

Garantizarse el suministro de *inputs* es otro de los objetivos perseguidos por el inversor español que explica parte de nuestras inversiones, por ejemplo, en Brasil y en algunos países africanos; sin embargo, en este sentido, es preciso señalar que las exploraciones en busca de recursos energéticos (por ejemplo las que realiza Hispanoil) se conceptúan como «otras formas de inversión» dentro de la Balanza de Pagos y no como inversiones directas, razón por la cual no figuran entre las cifras que comentamos.

Por último, la presencia de las instituciones financieras españolas en el mercado internacional, creciente durante toda la década de los setenta y especialmente pujante en los tres últimos años, hace que un nuevo país receptor, Estados Unidos, adquiera un mayor relieve, ya que, sin disminuir la presencia de Bancos españoles en Latinoamérica, muchos de ellos se han dirigido a dicho país aprovechando las facilidades que el mismo ofrece.

3. ANALISIS SECTORIAL

El cuadro n.° 3, comparativo de los volúmenes invertidos por sectores de origen y aplicación

CUADRO N.º 3

RESUMEN COMPARATIVO DE LAS INVERSIONES REALIZADAS Y RECIBIDAS POR LOS DISTINTOS SECTORES (1975-1980)

(En millones de pesetas)

SECTORES	1975		1976		1977	
	Inversiones que realiza	*Inversiones que recibe*	*Inversiones que realiza*	*Inversiones que recibe*	*Inversiones que realiza*	*Inversiones que recibe*
0. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y Pesca	53,52	216,54	198,57	206,92	963,56	1.285,45
1. Energía y agua	76,36	1,36	6,15	511,15	48,14	0,11
2. Extracción y transformación de minerales no energéticos y productos derivados. Industria química	258,35	224,53	905,77	854,52	592,33	342,87
3. Industrias transformadoras de los metales. Mecánica de precisión	377,50	208,17	1.146,17	358,84	5.666,67	5.309,14
4. Otras industrias manufactureras	645,98	281,96	616,15	467,20	1.376,07	560,55
5. Construcción	30,38	30,38	200,16	62,18	100,95	95,42
6. Comercio, restaurantes, hostelería. Reparaciones	97,26	448,41	231,83	723,23	1.122,22	2.219,10
7. Transportes y comunicación	137,84	137,84	87,37	90,35	69,61	161,79
8. Instituciones financieras. Seguros prestados a las empresas y alquileres	312.74	440,74	860,55	978,34	3.555,43	3.520,54
9. Otros servicios	—	—	—	—	—	—
TOTAL	1.989,93	1.989,93	4.252,72	4.252,72	13.494,98	13.494,78

SECTORES	1978		1979		1980
	Inversiones que realiza	*Inversiones que recibe*	*Inversiones que realiza*	*Inversiones que recibe*	*Inversiones que recibe*
0. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	1.792,130	2.468,26	1.589,55	1.512,09	1.567,74
1. Energía y agua	1.068,229	147,83	202,35	203,35	79,11
2. Extracción y transformación de minerales no energéticos y productos derivados. Industria química	1.269,82	1.658,19	2.571,87	2.474,50	4.003,95
3. Industrias transformadoras de los metales. Mecánica de precisión	1.497,682	1.185,01	2.563,45	1.517,97	1.766,04
4. Otras industrias manufactureras	1.361,590	945,36	2.618,67	2.147,63	2.977,48
5. Construcción	927,310	909,17	1.828,98	1.140,48	1.652,64
6. Comercio, restaurantes, hostelería. Reparaciones	883,240	1.706,80	1.811,13	3.263,16	2.931,24
7. Transportes y comunicación	517,214	116,25	123,76	131,59	357,79
8. Instituciones financieras. Seguros prestados a las empresas y alquileres	3.575,965	3.751,65	8.911,31	9.838,05	10.259,51
9. Otros servicios	4,214	8,87	129,86	123,10	140,49
TOTAL	12.897,39	12.897,39	22.350,92	22.350,92	25.735,99

durante el período 1975-80 (9), nos sirve para apreciar las expectativas y motivaciones de la empresa española que realiza inversiones en el exterior, así como en qué medida dichas unidades económicas optan por diversificar su campo de actuación. Al mismo tiempo, el estudio de las actividades de origen, características del sector e importancia del mismo en el ámbito de la economía española, nos ha permitido obtener una visión más completa del papel del capitalismo español en el proceso de internacionalización e interdependencia de la economía occidental.

Del mismo cuadro se desprende que son las empresas industriales en primer lugar —destacando entre ellas las transformadoras de los metales y las dedicadas a mecánica de precisión—, las financieras en segundo y las pesqueras por último, las que más invierten en el exterior (10).

Atendiendo a los sectores de aplicación o destino se aprecia el lugar destacado que ocupa el sector 8, circunstancia ésta debida al elevado valor medio que suelen registrar la mayor parte de las autorizaciones en él recogicas, esto es, las dirigidas a instituciones financieras. El segundo lugar lo ocupan las industrias manufactureras de los metales y mecánica de precisión. A continuación aparece el sector comercio, en el que, a partir de 1975 (11), se registra un descensō de su importancia relativa: a pesar del aumento en valor absoluto experimentado en el 77 respecto del año precedente. Los tres sectores siguientes (agricultura, pesca, otras industrias manufactureras y transformación de minerales no energéticos) tienen una importancia relativa similar.

Merece especial atención el sensible despegue del sector financiero en 1979, año en que se triplica la inversión en el mismo con respecto a 1978, y el mantenimiento de ese signo en 1980, y, dado que el destino de esas inversiones es básicamente Iberoamérica, viene a representar un importante apoyo para el resto de los proyectos en ese área y una contribución a los mismos.

En suma, en el período que comentamos (en relación con la etapa precedente) se observa que la dispersión de las inversiones directas españolas ha ido en aumento, lo que, en definitiva, significa que las empresas españolas han abierto el abanico de sus actividades exteriores, buscando nuevas posibilidades de expansión distintas de las meramente comerciales. Sin embargo, si bien esto es cierto y cabe esperar que se acentúe esta tendencia en el futuro, tras un exhaustivo análisis para el período 1975-78, no se puede hablar de la existencia de un nivel significativo de diversificación industrial del quehacer empresarial en el ámbito exterior, ya que un elevado porcentaje de las inversiones autorizadas bien se dirigen al mismo sector del que proceden, bien al sector comercio como una forma de ampliar su red de mercados y, en definitiva, de lograr unas mejores posibilidades de venta de sus productos.

Por último, y en relación con este punto, cabe señalar, tras analizar cada una de las empresas que diversifican realmente su actividad, especialmente en las inversiones inter e intra-sectores primario e industrial, que: 1.°, la mayor parte de las mismas se encuentran entre las 100 primeras empresas inversoras en el exterior y prácticamente la totalidad entre las 150 primeras, es decir, se trata de empresas que ya cuentan con una experiencia respecto de los mercados exteriores que les induce a iniciar nuevos derroteros, y 2.°, que muchas de ellas se hallan entre las 500 primeras empresas del país en función de su volumen de ventas (12), lo que nos da idea de su tamaño y de su capacidad para una movilidad internacional tanto geográfica como sectorial.

Para una mejor comprensión de los derroteros que sigue nuestra inversión directa en el exterior, hemos confeccionado el cuadro n.° 4, en el que se recogen, a nivel de dos dígitos, aquellos subsectores a los que se dirige un volumen de inversión superior al 1 por 100 del total en el período 1974-78, presentando igualmente, a nivel de tres dígitos, la actividad más receptora de inversiones dentro de cada grupo. Al margen de los tres principales ya comentados, instituciones financieras, comercio y pesca, tienen una participación relativa destacable, algunas industrias extractivas, la industria farmacéutica, la construcción de maquinaria y material eléctrico, la industria automovilística y de construcción naval, las de productos alimenticios o del papel. Al objeto de esbozar las motivaciones del inversor español conviene retener dos características importantes de este tipo de actividades; excluyendo las extractivas, que suelen tener como objetivo primario el suministro de *inputs* y son llevadas a cabo en un volumen significativo por empresas públicas, el resto son

CUADRO N.º 4

SUBSECTORES QUE HAN RECIBIDO MAS DEL 1 POR 100 DE LA INVERSION TOTAL EN EL PERIODO 1974-1978 (*)

		Volumen recibido (millones de pesetas)	
0.1.	Producción agrícola		513,317
0.6.	Pesca		3.504,755
1.2.	Extracción de petróleo y gas natural		900,435
1.4.	Extracción y transformación de minerales radiactivos		1.254,500
2.1.	Extracción y preparación de minerales metálicos (mineral de hierro y no férricos)		1.448,729
2.4.	Industrias de productos minerales no metálicos		954,536
	2.4.2. Fabricación de cementos cales y yesos	659,896	
2.5.	Industrias químicas		1.160,357
	2.5.4. Productos farmacéuticos	1.049,019	
3.1.	Fabricación productos metálicos (excepto máquinas y material de transporte)		711,364
	3.1.6. Herramientas	542,292	
3.2.	Construcción de maquinaria y equipo mecánico		603,315
3.4.	Construcción de maquinaria y material eléctrico		1.396,394
	3.4.3. Pilas y acumuladores	884,665	
3.6.	Construcción de vehículos automóviles y sin piezas de repuesto		1.454,153
3.7.	Construcción naval		2.974,106
4.1/4.2.	Industrias de productos alimenticios, bebidas y tabaco		687,613
4.7.	Industrias del papel		2.449,937
	4.7.1. Fabricación de pasta papelera	1.936,250	
4.9.	Otras industrias manufactureras		545,701
5.0.	Construcción		1.129,407
5.1.	Comercio de por mayor		4.564,137
	6.1.1. De materias primas agrarias, producciones alimenticias, bebidas y tabacos	1.861,740	
	6.1.4. De artículos de consumo duradero	710,535	
6.6.	Hostelería		998,445
8.1.	Instituciones financieras		10.054,163
	8.1.2. E. Comercial	8.883,379	
8.4.	Servicios prestados a las empresas		828,920
	8.4.3. Servicios técnicos	658,071	

(*) No existen datos disponibles para el período 1978-80.

industrias que, o bien pertenecen a sectores que atraviesan crisis internas (como pesca, construcción en general y naval en particular, por ejemplo), o bien a sectores en los cuales el capital extranjero ha penetrado de forma significativa (13). El análisis de las principales entidades españolas inversoras nos va a permitir profundizar algo más en estas características para tratar de encontrar la razón o razones que mueven estos flujos de capital hacia el exterior.

4. LAS PRIMERAS EMPRESAS ESPAÑOLAS INVERSORAS EN EL EXTERIOR

1. Características generales

Los comentarios que a continuación hacemos se refieren a todas aquellas personas físicas o jurídicas que en los cinco años transcurridos entre 1974 y 1978 han sido autorizadas a invertir un volumen igual o superior a 60 millones de pesetas. El número de inversores en que concurre dicha circunstancia se eleva a 108 y representan un 3,72 por 100 del total de inversores del período, mientras que la cantidad autorizada a éstos (algo más de 35.000 millones de pesetas) constituye un 85,39 por 100 de las autorizaciones totales en esta etapa, razón por la cual consideramos suficientemente significativos los resultados a los que el análisis de los mismos nos va a conducir.

La distribución geográfica de las cantidades autorizadas a las primeras empresas inversoras

CUADRO N.° 5

	108 primeras empresas (%)	*Autorizaciones totales del período (%)*
América Latina	57,50	45,28
Resto de América	9,20	11,16
Europa	22,57	30,21
Africa	8,54	9,97
Asia y Oceanía	2,19	3,38

arroja la estructura recogida en el cuadro n.° 5.

De estas cifras podemos destacar que la principal área receptora de nuestras inversiones adquiere un relieve aún mayor, habida cuenta de que los principales inversores españoles se localizan en ella en mayor medida que el conjunto de inversores totales.

Desde el punto de vista de la multinacionalidad de estas empresas, cabe señalar que el 51,40 por 100 de ellas han invertido en dos o más países y se trata, por tanto, de entidades radicadas al menos en tres naciones diferentes, y que pueden ser consideradas con un verdadero carácter de multinacionalidad. En este sentido es preciso matizar que ese porcentaje ha de ser en realidad más elevado ya que estamos considerando un horizonte temporal bastante reducido (1974-78), y que es presumible que una parte de las empresas que en ese período invirtiera en un solo país (el 48,54 por 100) haya realizado inversiones en otros países en etapas anteriores o posteriores a la analizada. El 13,59 por 100 de las empresas invirtieron en tres países; el 4,85 por 100 lo hicieron en cuatro países, el 12,62 por 100 en cinco o más países (14).

En el cuadro n.° 6 ofrecemos la distribución porcentual de las inversiones directas españolas en el exterior y la correspondiente a las 108 primeras empresas, tanto atendiendo al sector de origen como al de destino. La principal diferencia entre la distribución general y la particular de las primeras empresas inversoras estriba, como es patente, en el mayor peso relativo, en este último caso, de las inversiones del sector financiero, lo cual era de esperar, ya que como consecuencia de su mayor cuantía, una gran parte de las mismas se encuentra incluida entre las primeras.

Desde el punto de vista de los sectores de destino, merece destacarse la sensible disminución del sector 6, comercio, por la razón inversa. El número de las primeras empresas que invierten en el mismo es escaso, lo que junto al reducido valor unitario de los proyectos en este sector explica la menor participación (9,77 por 100) de las primeras empresas en comparación con el conjunto (13,50 por 100).

Si atendemos a la diversificación de las inversiones desde el punto de vista empresarial, nos encontramos con una situación también parecida a la planteada con carácter general.

CUADRO N.° 6

SECTORES	*ORIGEN*		*APLICACION*	
	Total	*Primeras empresas*	*Total*	*Primeras empresas*
0. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	9,22	6,75	10,83	9,10
1. Energía y agua	3,67	7,54	5,53	6,09
2. Extraccion y transformación de minerales no energéticos y productos derivados. Industria química	9,27	6,80	10,47	9,27
3. Industrias transformadoras de los metales. Mecánica de precisión	26,62	21,78	17,85	17,70
4. Otras industrias manufactureras	12,26	6,83	10,66	9,46
5. Construcción	3,83	2,73	2,73	2,32
6. Comercio, restaurantes, hostelería. Reparaciones	7,15	6,14	13,50	9,77
7. Transportes y comunicación	2,49	1,69	1,51	0,83
8. Instituciones financieras. Seguros prestados a las empresas y alquileres	25,45	32,41	26,90	35,46
9. Otros servicios	0,01	—	0,02	—

Si bien el número de empresas que invierten en un sector distinto del de origen se eleva a 36 (un 33,03 por 100), de ellas 17 (15,60 por 100) invierten en el sector comercio con vistas a una mejor comercialización de sus productos; 10 (9,17 por 100) participan en el exterior, bien en una empresa de estudios o en una financiera; 4 (3,67 por 100) pretenden garantizarse el suministro de *inputs* para su industria en España y, por fin, 9, es decir, un 8,26 por 100, invierte en un sector poco o nada relacionado con el de origen. Se mantiene pues la característica comentada a nivel general; si bien la empresa española ha comenzado a diversificar sus actividades desde un punto de vista geográfico, aún no ha dado el gran paso adelante de la diversificación industrial que caracteriza a la empresa multinacional procedente de áreas más desarrolladas (15).

Del análisis exhaustivo de los expedientes de inversión de esas 108 entidades o grupos de entidades, se desprenden una serie de circunstancias que apuntan en la misma dirección: La decisión del inversor español es firme y su vinculación al país receptor es duradera. Avala estas hipótesis el hecho de que sólo el 1,6 por 100 del volumen de inversión autorizado caduque sin llegar a materializarse, que las desinversiones apenas lleguen al 3 por 100 de lo autorizado, que un 30 por 100 de los proyectos del período sean ampliaciones de capital de inversiones previas y, por último, que la mayor parte de los proyectos (68,27 por 100) se lleven a cabo en el mismo año o en el siguiente al de la autorización, correspondiendo la materialización a lo largo de varios ejercicios a proyectos de gran envergadura.

En la muestra estudiada, el 73,19 por 100 de las autorizaciones van dirigidas a la constitución de una nueva empresa. El empresario español prefiere claramente esta modalidad frente a la alternativa, adquisición de una empresa ya existente, opción utilizada en cambio con mayor frecuencia por las multinacionales estadounidenses en el área iberoamericana (16). El grado de control de las entidades receptoras puede considerarse aceptable, estando el capital español en mayoría en más del 50 por 100 de los casos y en un 30 por 100 de los mismos muy cercano al 100 por 100.

Dos últimos datos consideramos de interés destacar. Las inversiones se materializan en divisas en un amplio porcentaje —cerca del 80 por 100—, de las cuales se financian con créditos exteriores un 18 por 100 aproximadamente. La materialización a través de otras vías, aportación de activos, asistencia técnica, o con cargo a reservas o dividendos tiene, pues, una importancia escasa según los datos manejados. Se hace notar, no obstante, que esta última modalidad está, sin duda, subvalorada ya que, a pesar de la obligación existente, las empresas que amplían el capital con cargo a recursos generados en períodos anteriores no siempre lo comunican a la Dirección General de Transacciones Exteriores. Para terminar con esta rápida recopilación de características generales, digamos que el capital de las empresas que invierten en el exterior está en porcentajes muy altos en manos de españoles. Tomando como base los datos del Censo de Inversiones Extranjeras en España (17), solamente el 3,94 por 100 del capital social a 31 de diciembre de 1977, de las primeras inversoras españolas en el exterior se hallaba en manos extranjeras y sólo en tres de ellas el capital extranjero era mayoritario. Es decir, España, hoy por hoy, no está sirviendo de mecanismo puente para la inversión en otros países y puede afirmarse que nuestras multinacionales, aunque con importantes conexiones con el capitalismo financiero internacional, como luego veremos, son netamente españolas.

2. Tamaño y dinamismo

Las dificultades que entraña clasificar las empresas atendiendo al tamaño de las mismas, son sobradamente conocidas. El trazar un criterio delimitador implica no sólo manejar un buen número de variables (capital, volumen de ventas, número de empleados, equipo fijo o inmovilizado técnico e instalaciones, etcétera), sino también ponerlas en consonancia con el entorno de la empresa: tecnología del proceso productivo, relación entre la dimensión propia y la típica de su sector específico, capacidad de captación de recursos financieros, importancia relativa en el comercio exterior del país y un largo etcétera (18).

Sin ánimo de ofrecer una clasificación rigurosa, pero con el objetivo de tener una idea siquiera aproximada del marco en el que nos movemos, hemos analizado alguna de las variables antedichas, en base a dos fuentes de datos básicamente: el Censo de Inversiones Extranjeras en España, antes citado, y la clasificación de empresas

que, según ciertos criterios, confecciona anualmente la revista *Fomento de la Producción* (19).

La metodología seguida ha sido la del Censo y, lógicamente, sus limitaciones marcan las de nuestro análisis, siendo probablemente la más importante de ellas la circunscripción de los datos a un solo período, 1977. La consecuencia es evidente, nuestras conclusiones deben ser tomadas con cierta cautela y los resultados ser de nuevo contrastados con las sucesivas actualizaciones de dicho Censo (20).

Hemos clasificado pues nuestras empresas por estratos de capital social según el criterio del Censo y estudiado, además de esta variable, el capital fiscal y la relación entre ambos, el capital extranjero (ya comentado), el volumen de ventas, la relación entre recursos propios y volumen de ventas, las compras, los gastos de personal y el número de empleados. Para no ser prolijos, digamos que las conclusiones apuntan todas en un mismo sentido: El grupo de empresas que constituye el núcleo de nuestra inversión en el exterior se encuentra entre las mayores unidades económicas del país y tiene un grado de autofinanciación y de eficacia en la utilización de sus recursos muy superior a la media nacional. Pero es más, en los resultados del Censo se pone de manifiesto que, en líneas generales, las sociedades con mayoría de capital extranjero se comportan más eficazmente que las que no están en esa situación, para cada estrato de capital social, y venden y compran más en relación a sus recursos, y remuneran mejor a sus empleados que el resto. Pues bien, nuestras inversoras se comportan de forma tanto o más dinámica que este último grupo, es decir, si se nos permite la expresión coloquial, «tan bien como el que más».

Creemos que queda suficientemente reflejada la importancia de su actividad para la economía del país si decimos que un número de sociedades que apenas sobrepasa el 1 por 1.000 de las del Censo, vende, compra y emplea en porcentajes que van del 7 al 10 por 100 del total realizado por las empresas incluidas en el mismo.

Por otra parte se observa en las distintas clasificaciones que efectúa la citada revista *Fomento de la Producción* (ventas individuales, grupos empresariales por ventas consolidadas, sociedades con mayores beneficios, con mayores inversiones, con mayor volumen de recursos propios o con mayor plantilla) que se encuentran en ellas un buen número de las primeras inversoras.

Cabe concluir, pues, que es la gran empresa española la que invierte en términos sustantivos en el exterior. No quiere ello decir que otro tipo de empresas no esté también invirtiendo; recuérdese que el colectivo analizado con más profundidad no llega a representar un 4 por 100 del total de inversoras del período y entre las restantes hay sin duda un buen número de pequeñas y medianas empresas. Pero la cuantía de los capitales canalizados a través de estas últimas es escasa, en buena medida debido, como ya quedó dicho, a que se trata de proyectos con finalidad puramente comercial y que no requieren, por tanto, un cuantioso volumen de recursos. No se contradice, pues, la situación española con la observada en el resto del mundo. Sin que sea posible comparar en términos absolutos a las multinacionales españolas con las grandes multinacionales de otros países, sí es posible hacerlo en términos relativos. A nuestro nivel, son también las grandes empresas las protagonistas del fenómeno de la internacionalización del capital.

3. Balanza de pagos

Para completar el conocimiento de las actividades exteriores de las primeras inversoras hemos estudiado sus balanzas de pagos durante el período 1975-1979 estratificando las empresas según su capital social como hicimos anteriormente, y prestando especial atención a los movimientos y saldos de la balanza comercial, de la de servicios y de la de capitales. Pasemos revista brevemente a los resultados más significativos.

Respecto a la balanza comercial, digamos que la mayor parte de las empresas que experimentan movimiento en la misma, tienen una tasa de cobertura superior a la media del país, que son responsables, en promedio, del 7,32 por 100 de nuestras exportaciones y del 10,53 por 100 de nuestras importaciones totales y que la mayoría se encuentran entre las primeras exportadoras del país atendiendo a las distintas partidas arancelarias (21). Sin embargo no estamos en condiciones de afirmar que exista una relación directa y clara entre inversiones en el exterior y fomento de las exportaciones españolas (22) ya que, al menos en lo que se refiere a las primeras inversoras, las coincidencias entre países

destinatarios de inversión y exportación son escasas. En las restantes empresas, dichas coincidencias se limitan casi exclusivamente a aquellos casos en los que la inversión ha tenido un carácter comercial.

La balanza de servicios, superavitaria como es bien conocido para el conjunto del país, gracias sobre todo a los ingresos por turismo, presenta déficit en la mayoría de las empresas, con tasa de cobertura variable según los estratos de capital social. Dentro de esta subbalanza hemos analizando especialmente tres conceptos: cobros y pagos por asistencia técnica, por patentes, cánones y marcas y por dividendos. De las dos primeras surge una conclusión evidente, la dependencia tecnológica de las empresas inversoras es muy elevada y los pagos que por estos conceptos realizan al exterior son importantes. Es decir, que una buena parte de las ventajas que nuestro país obtiene por enviar al exterior unos conocimientos y una capacidad tecnológica vía inversión directa, sale a renglón seguido de nuestras manos porque esa capacidad ha sido previamente adquirida fuera de nuestras fronteras.

El análisis de los movimientos por dividendos resulta aún más desolador. La tasa de cobertura media en esta rúbrica es del 22 por 100, es decir, que estas empresas pagan al exterior en concepto de dividendos cuatro veces más de lo que reciben. Pero recuérdese que el capital extranjero en las mismas no llegaba en conjunto al 4 por 100 y que en valor absoluto dicho capital supone unos 10.000 millones de pesetas, frente a los 35.000 millones invertidos en el extranjero. En resumen, los pagos realizados por dividendos en relación con la cifra de capital extranjero mencionado ofrecen una tasa media anual de rentabilidad del 10,08 mientras que los ingresos con respecto a la cifra de inversiones en el exterior arrojan una tasa del 3,46 por 100. Este fenómeno no afecta sólo a las primeras inversoras, sino con carácter general a toda la inversión española en el extranjero. Por otra parte, los valores medios ocultan la dispersión existente en torno a los mismos, que es muy amplia. Así, se aprecia que tan sólo unas pocas entidades —básicamente las financieras— han repatriado fondos por este concepto, mientras que la mayoría aún no ha repatriado prácticamente nada. ¿Cabe deducir de aquí que la inversión española en el exterior no repercute posteriormente en una entrada de dividendos en nuestro país? Creemos que sería prematuro contestar positivamente a esta pregunta por una serie de razones. Primero, no debemos olvidar la relativa juventud de nuestras inversiones, lo que probablemente motiva que aún no hayan empezado a dar los frutos apetecidos. Segundo, el período medio de maduración de las mismas puede ser largo, habida cuenta del hecho, ya mencionado, de que una porción importante se materializa en empresas de nueva creación. Tercero, algunas de esas inversiones, por su naturaleza, no van a producir nunca rentabilidad en términos de dividendos, como son aquellas que tienen como objetivo el suministro de *inputs* y que inmovilizan, no obstante, un cuantioso volumen de recursos, y las de carácter comercial, que no tienen otro fin que el promocionar las ventas desde España. Cuarto, es muy posible que una parte de los beneficios obtenidos se esté reinvirtiendo en las propias empresas o en otras distintas, bien en el mismo país o en otros países, aunque se desconozca el valor total exacto de la reinversión o de estas inversiones indirectas.

Con todo, pensamos que las cifras son muy bajas y que es muy importante la labor que la Dirección General de Transacciones Exteriores puede hacer de cara al seguimiento de nuestras inversiones, con el objeto de conocer de forma más certera las ventajas que las mismas aportan al inversor y, por ende, a todo el país.

Cabe decir, por último, que una parte de los movimientos en la balanza de servicios ha de venir constituida por intereses cobrados y pagados por préstamos exteriores, habida cuenta de los resultados que arroja la balanza de capitales. En efecto, se observa en ella que las entradas de capital para el conjunto de empresas en los cinco años considerados se elevan a 611.000 millones de pesetas y las salidas a 550.000 millones. Enfrentando estos datos con los ya conocidos de capital extranjero en el capital social de las empresas y capital invertido en el exterior, se ve la enorme diferencia entre ambos, lo que pone de manifiesto el papel que juegan este conjunto de unidades económicas en los mercados financieros internacionales, y ello no sólo es debido a que entre esos 108 inversores o grupos de inversores están algunos de los principales Bancos del país, sino también a que muchos de aquellos otros que no son entidades financieras figuran entre los principales prestatarios y prestamistas del país en el mercado de eurodivisas.

5. CONCLUSIONES

A partir de los primeros años setenta España se ha visto inmersa en la crisis económica que padece el mundo occidental con connotaciones especialmente desfavorables, dadas las características estructurales del proceso de industrialización seguido por nuestro país hasta ese momento. A la ausencia de recursos energéticos y materias primas básicas para la industria y la consiguiente elevación de la factura a pagar al exterior por las mismas, se ha unido una crisis industrial interna que está llevando al país a tasas de crecimiento cero.

Dicha crisis industrial, simplificando mucho, es consecuencia de los efectos desencadenados por dos agentes, uno claramente ajeno a la voluntad española, el otro consecuencia de decisiones, o de omisión de decisiones, en etapas precedentes. Nos referimos, respecto al agente externo, a la emergencia de los llamados nuevos países industrializados (NPI), a los que se ha trasladado la ventaja comparativa que los desarrollados venían teniendo en una serie de productos. Las industrias tradicionales, de nivel tecnológico medio e intensivas en el factor trabajo, se están viendo tambaleadas por la competencia de países con reducidos costes de este factor. La necesaria reestructuración industrial que se avecina pasa por un abandono paulatino de esas actividades y una intensificación de los esfuerzos destinados a desarrollar otras áreas que incorporen un mayor grado de tecnología y en las que todavía no existe competencia.

Desde el punto de vista interno, hemos pasado de un estadio con importantes niveles de intervencionismo, tanto en los mercados de factores como de productos, a una creciente liberalización, que se plasma en una reglamentación más flexible del mercado laboral y financiero, en una mayor libertad de fijación de precios, en una apertura general del sector exterior (minoración de aranceles, relajación de las normas de control de cambios, acceso al sistema financiero español de entidades extranjeras), etc. El empresario español, acostumbrado a desarrollar su actividad en un marco proteccionista y a obtener beneficios suficientes, en parte gracias a la tutela permanente del Estado, encara una difícil situación. El incremento de costes y la recesión generalizada de la demanda, unidos a expectativas desfavorables sobre el futuro, que no parecen afectar, sin embargo, a las empresas extranjeras que deciden situarse en España, se han traducido en caídas en la tasa de inversión enormemente preocupantes.

Paralelamente a este proceso se experimentan, curiosamente, tasas crecientes de inversión en el exterior. Coinciden así los años de crisis de nuestra economía con aquellos en los que los flujos de inversión directa española fuera de nuestras fronteras alcanzan niveles significativos. En nuestra opinión dicha coincidencia no es casual, no se trata de dos fenómenos aislados sino claramente interrelacionados. Vamos a tratar de justificar nuestra postura.

Hemos dicho que la empresa multinacional, y sobre todo la gran empresa, pretende maximizar una función objetivo que se identifica fundamentalmente con el crecimiento y la expansión; ello le lleva a diversificar sus actividades tanto desde un punto de vista geográfico como industrial.

La empresa española que invierte en el exterior y que, al menos la que lo hace en una cierta cuantía, es una empresa de elevado tamaño y cierto grado de madurez, es la misma unidad económica que se enfrenta a las dificultades antes mencionadas. Es una entidad que ve frenadas sus posibilidades de expansión interna por un mercado estancado, que produce unos bienes que incorporan una tecnología de tipo medio y que ve reducirse las tasas de incremento de su exportación, a los países más desarrollados por la competencia de los NPI, y a los de similar o inferior nivel de desarrollo por las trabas arancelarias y de otro tipo que gravan las importaciones. Pero además es una empresa que, aun siendo española en su mayoría, procede de los sectores más penetrados por el capital extranjero y soporta, por tanto, la competencia interna de entidades con un poder superior y con más capacidad que la netamente española para adquirir una mayor cuota de mercado.

Un último factor, especialmente significativo, juega en su contra. Si bien la tecnología que incorporan sus productos es de grado medio a nivel mundial, comparándola con las técnicas conseguidas por otros países más industrializados, es de carácter avanzado en el ámbito interno y procede de los sectores punta de la economía española; por eso precisamente tiene demanda en zonas de similar o menor grado de desarrollo que la nuestra. Sin embargo, si en algún aspecto es claro que somos dependientes

del exterior es en el tecnológico y científico, y ese producto intermedio que estamos exportando y que es fuente importante de beneficios para las empresas multinacionales, es un producto que ha sido previamente adquirido fuera. La consecuencia es inmediata: los ingresos que se obtienen por la venta del mismo de forma directa (entradas en la balanza de pagos por patentes y asistencia técnica) o indirecta (ingresos por exportaciones que llevan dicho producto incorporado, o vía repatriación de dividendos) son, en primer lugar, escasos, pero, sobre todo, vuelven a salir de las manos españolas, sirviendo para paliar apenas el enorme déficit de la balanza de servicios tecnológica (23).

De todo lo anterior creemos se deduce claramente que la inversión directa en el extranjero está permitiendo a las empresas españolas navegar con algo más de fluidez en el turbio mar de la crisis con la que se enfrentan y que dicha inversión tiene un carácter *defensivo;* es un medio para seguir manteniendo unas tasas de actividad que, en otro caso, podrían derrumbarse. Difícilmente podemos pensar que el objetivo de la empresa multinacional española que invierte en los sectores comercial e industrial —cabría excluir a las entidades financieras— sea el crecimiento y la expansión diversificada de su producción, más bien habría que hablar de la *supervivencia* como objetivo prioritario, e intermedio para alcanzar los anteriores.

En este sentido queremos resaltar que escasos o nulos males pueden derivarse para la economía española de esas inversiones. Primero por su cuantía, todavía reducida —en los últimos años supone apenas un 0,5 por 100 de la formación interior bruta de capital—, y segundo, porque está sirviendo para que una parte de nuestras empresas siga manteniéndose a flote.

En resumen, consideramos que las multinacionales españolas se están viendo menos beneficiadas por su actividad exterior que sus competidoras de otros países, en parte porque tienen menos posibilidades de lograr economías internas y en parte porque algunas de las mismas tienen que ser retribuidas a otras. El proceso en cualquier caso no ha hecho más que iniciarse, el futuro nos dirá si esta clara internacionalización de la empresa española a la que estamos asistiendo contribuye eficazmente a la mejora de nuestra situación económica y a la de los países en los que se asienta.

NOTAS

(1) Dicha investigación, bajo el título: «La internacionalización de la empresa española: Inversiones españolas en el exterior» ha sido realizada con el patrocinio y la ayuda de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, a quien los autores quieren manifestar desde estas páginas su agradecimiento. La versión completa de la misma ve la luz en estas fechas, editada por el Ministerio de Economía y Comercio.

(2) La normativa legal por la que se rigen estas inversiones ha variado a lo largo del tiempo, siendo los principales jalones los siguientes:

Decreto 483/1973, de 1 de marzo, y Orden Ministerial de 7 de junio de 1973. Real Decreto 1.087/1978, de 14 de abril, y Orden Ministerial de 2 de octubre de 1978. Real Decreto 2.236/1979, de 14 de septiembre, y Orden Ministerial de 15 de octubre de 1979.

A raíz de estas dos últimas normas, la inversión directa en el exterior ha quedado prácticamente liberalizada, habiéndose sustituido la necesidad de autorización administrativa previa por la verificación de la autenticidad y adecuación al ordenamiento jurídico de la operación. Dado que la mayor parte de los datos analizados corresponden a períodos en los cuales la autorización era preceptiva, seguiremos utilizando este término en lugar del de verificación.

(3) Editorial del *Boletín Semanal de Información Comercial Española,* n.º 1.736, 10 de julio de 1980, págs. 2277-2280.

(4) El total para los veinte años contemplados, según datos de la balanza de pagos, asciende aproximadamente a 67.000 millones de pesetas, invirtiéndose en los últimos diez años un 97 por 100 del total, un 74,67 por 100 (50.739,6 millones de pesetas) en los seis últimos años y un 53,77 por 100 en los años 1977, 1978 y 1979.

(5) Si se comparan los datos de las inversiones directas extranjeras en España y los correspondientes a las españolas en el exterior se observa, cuantitativamente hablando, que el volumen de inversión directa española en los ejercicios 1977 y 1978 es equivalente en términos monetarios al que arrojó la inversión directa extranjera en España once años antes (1967-1968).

(6) La inversión directa extranjera en España de 1959 a junio de 1980, procedente de la CEE, representa un 38,6 por 100 del total que, junto a las correspondientes a USA, Suiza y Liechstenstein ascienden a un 87,5 por 100. El total autorizado para el período superaba los 356.000 millones de pesetas.

(7) Para todo el período a que se refiere el cuadro n.º 2 se han considerado como países miembros de la EFTA los resultantes a raíz de la incorporación a la CEE, en 1971, de Inglaterra, Irlanda y Dinamarca.

(8) Véase en este sentido Lladó y Fernández Urrutia, J., «Las grandes áreas de la inversión española en el exterior», en *Las inversiones españolas en el exterior* (Editorial Instituto de Empresa, Madrid, 1981), pág. 43.

(9) En la investigación efectuada a que hemos hecho referencia en la nota 1 se han analizado, desde un punto de vista sectorial, las inversiones efectuadas desde 1960. Sin embargo, dado que el Decreto 2.518/1974, de 9 de agosto, modificó la clasificación nacional de actividades económicas, hemos optado por ofrecer aquí los datos a partir de dicha nueva clasificación.

(10) Esta tendencia es la misma que se observa para el período 1963-74. Además de nuestro trabajo véase, sobre este particular, el artículo de J. L. Moreno More, «Quince años de inversiones españolas en el extranjero», *Información Comercial Española,* marzo 1975.

(11) En el período 1959-74 el 53,7 por 100 de las inversiones en el exterior se localizaron en el sector comercio, del cual un 28,3 por 100 correspondía a las instituciones financieras —incluidas en dicho sector según la anterior nomenclatura— y el resto (25,4 por 100) a las comerciales propiamente dichas.

(12) Según la ordenación que establece la revista *Fomento de la Producción* de «Las 1.500 mayores empresas españolas», octubre 1978 y octubre 1979.

(13) Sobre este particular, nos remitimos al análisis de la penetración del capital extranjero en nuestro país, vía inversión directa, que hemos efectuado en la investigación mencionada, y a la bibliografía sobre el tema en ella recogida.

(14) A nivel mundial, para una muestra superior a 7.000 empresas multinacionales, procedentes básicamente de los países más desarrollados, se observa que cerca de un 45 por 100 de empresas poseen filiales en un solo país y un porcentaje similar entre dos y nueve países. Sólo un 7 por 100 tienen filiales entre 10 y 19 países y un 2 por 100 aproximadamente en más de 20 países. Al estudio del comportamiento global de la empresa multinacional hemos dedicado la primera parte de nuestro mencionado trabajo de investigación.

(15) Esta afirmación debe ser tomada, no obstante, con cierta cautela. Es evidente que, si el análisis de la diversificación sectorial se efectúa a nivel de un dígito, las probabilidades de encontrar grados elevados de diversificación industrial serán menores que si dicho análisis se realiza a nivel de dos, tres o más dígitos. Qué duda cabe que en este último caso se podría apreciar un mayor nivel de diversificación, más acor-

de con los principios que caracterizan a la división internacional del trabajo imperante.

(16) Tribunal RUSSELL II, *Las multinacionales en América Latina,* Ed. Cambio 16, Madrid, 1977, pág. 40.

(17) Secretaría General Técnica y Dirección General de Transacciones Exteriores, Ministerio de Comercio y Turismo, septiembre 1980.

(18) Un análisis detallado de esta complejidad puede verse en BUENO, E., y CAÑIBANO, L., *La empresa en la Sociedad actual* APD, Madrid, 1976, págs. 58-63, y en BUENO CAMPOS, E.; CRUZ ROCHE, I., y DURÁN HERRERA, J. J., *Economía de la empresa. Análisis de las decisiones empresariales,* Pirámide, 1976, págs. 613-639. Entre los ejemplos de delimitación del tamaño de la empresa destacan los ofrecidos por: CUERVO, A., y RIVERO, P., *Examen económico financiero de la empresa española,* APD, 1978, los cuales consideran como pequeña empresa la que tiene menos de 100 trabajadores, menos de 100 millones de recursos propios y menos de 250 millones de ventas, y mediana aquella que está por encima de estas cifras y no supera los 500 trabajadores, 500 millones de recursos propios y 1.000 millones de ventas.

COMUNIDAD ECONÓMICA EUROPEA, «4.ª Directriz sobre el derecho de sociedades», de fecha 25 de julio de 1978, para quien es pequeña la empresa que no supera los 50 trabajadores, un millón de ECU de activos y dos millones de ECU de ventas, y son medianas las que se hallan entre estas cifras y los 250 trabajadores, cuatro millones de ECU de activos y ocho millones de ECU de ventas.

(19) *Fomento de la Producción,* «Las 1.500 mayores empresas españolas en 1977», octubre 1978, y «Las 1.500 mayores empresas en 1978», octubre 1979, op. cit.

(20) La metodología del citado censo ha sido la siguiente:

Se analizan un número de 55.746 sociedades anónimas españolas (quedando, pues, excluidos los empresarios individuales y todas aquellas sociedades que no revistan esa forma jurídica) en las que figuraba, en su declaración del Impuesto sobre Sociedades del año 1977, un capital social o fiscal superior a dos millones de pesetas.

(El número de primeras empresas inversoras en el exterior que se encuentran dentro del Censo se eleva a 99.)

Las citadas sociedades se clasifican según el siguiente criterio:

A: Sociedades sin capital extranjero.

B: Con menos del 25 por 100 de capital extranjero.

C: Del 25 al 50 por 100 de capital extranjero.

D: Con más del 50 por 100 de capital extranjero.

Y cada uno de esos grupos se subdivide a su vez en:

1: Empresas con capital social hasta 10 millones se pesetas.

2: Empresas con capital social entre 10 y 50 millones de pesetas.

3: Empresas con capital social entre 50 y 250 millones de pesetas.

4: Empresas con capital social entre 250 y 1.000 millones de pesetas.

5: Empresas con capital social superior a 1.000 millones de pesetas.

Las variables estudiadas son: capital social, capital extranjero, capital fiscal, valor fiscal del capital extranjero, ventas, compras, gastos de personal, número de empleados, exportaciones e importaciones de bienes y algunas partidas de la balanza de invisibles.

La presentación se efectúa agrupando a las empresas por sectores económicos y un comentario detallado de sus resultados puede verse en *Información Comercial Española,* n.° 563, julio 1980.

(21) *Información Comercial Española,* número 555, noviembre 1979, «Las principales empresas exportadoras españolas», página 207.

Censo de Exportadores 1979, Secretaría General Técnica, CEDIN, Ministerio de Comercio y Turismo.

(22) Para sacar conclusiones más claras sería preciso contar con series más largas de ambas variables y comparar, entre otras cosas, tasas de crecimiento de exportación por países, de empresas inversoras frente a las que no lo son.

(23) El tratamiento fiscal de los rendimientos obtenidos por la cesión de tecnología es, asimismo, desfavorable para España. En efecto, en los convenios para evitar la doble imposición internacional firmados por nuestro país, siguiendo el Convenio-Modelo de la OCDE, se acepta que el país en el que se originan los fondos grave con tipos reducidos los ingresos que compañías extranjeras obtengan por la prestación de servicios de asistencia técnica. Pero se da la circunstancia de que la mayoría de los convenios en vigor se han firmado con países de los que España es importador neto de tecnología. Quiere ello decir que el sacrificio fiscal en que incurrimos al renunciar a gravar las transferencias al exterior por este concepto es muy superior al que soportan los otros países firmantes. véase SÁNCHEZ MUÑOZ, M. P., «Medidas unilaterales para evitar la doble imposición», ponencia nacional española presentada al XXXV Congreso de la Internacional Fiscal Association, celebrado en Berlín en septiembre de 1981. Véase «Cahiers de Droit Fiscal International». Volume LXVI b, Deuxième sujet. IFA. Berlín, 1981, págs. 287-300.

LA SITUACION DE LAS CAJAS DE AHORROS ANTE LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

En el presente artículo, **Jorge J. Pereira Rodríguez** estima la incidencia previsible sobre el conjunto de las Cajas de Ahorros, de las medidas de ordenación financiera, adoptadas por la autoridad económica en enero de 1981, tratando de aislarlas, en cuanto a su valoración, del contexto general en el que tales medidas se insertan dentro del reformado sistema financiero. En una segunda parte, el autor examina asimismo los problemas fundamentales que a tales entidades se les plantean según el ordenamiento vigente, indicando en último término las razones de política económica y de equidad que fundamentan los criterios y prioridades que deben presidir la reforma pendiente.

I. INTRODUCCION

DE las formas con las que puede afrontarse en el tiempo todo proceso reformador, la inmediata y la gradual, es bien conocido que la autoridad económica española optó por la segunda vía para acomodar el ineficaz sistema financiero vigente al estallar la crisis económica a los principios de libertad exigidos en un pretendido sistema de economía de mercado que asigne con eficiencia los escasos recursos financieros disponibles.

En esta línea, los primeros atisbos de la reforma comentada pueden encontrarse en agosto de 1974 —cuando, entre otras medidas, se liberalizan los tipos de interés de los depósitos a más de dos años—, empañados en parte por el retroceso ulterior que supuso en 1976 el aumento de los ya elevados coeficientes de inversión obligatoria de las Cajas de Ahorros, sin embargo, pueda afirmarse que la reforma en curso arranca esencialmente del verano de 1977, cuando se liberalizan los tipos de interés de ciertas operaciones activas y pasivas, se establece un calendario reductor de los circuitos privilegiados de crédito y se equipara la operatoria de las distintas instituciones financieras. Posteriormente, este proceso reformador sufre un cierto retroceso en abril de 1979, al incrementarse el porcentaje de los depósitos remunerados en el Banco de España y atenuarse el ritmo de reducción de la inversión obligatoria y, ya recientemente, cobra nuevo impulso con ocasión de las medidas de ordenación financiera aprobadas en enero de este año.

Naturalmente, la decisión de acometer la reforma de un modo gradual tiene pros y contras, y no es menos evidente que el énfasis con que se defiendan unos y otros dependerá en buena medida de la posición ocupada por cada intérprete de la actividad financiera. Parece claro, sin embargo, que la principal ventaja de la gradualidad estriba en evitar las graves distorsiones que de otro modo se producirían en una economía como la española, ya debilitada por la crisis, incapaz de asumir sin costes excesivos los profundos cambios exigidos por la reforma. Pocos discutirán asimismo que su inconveniente fundamental radica precisamente en la propia provisionalidad de las medidas transitoriamente acordadas, que si bien son útiles para corregir en parte las imperfecciones existentes, no permiten por sí solas alcanzar al sistema financiero los niveles de igualdad y eficiencia que le son exigibles.

En otros términos, la opción de la gradualidad conserva hasta el final del proceso, aunque sea en proporción decreciente, las condiciones de desigualdad en las que se encuentran algunos intermediarios financieros —como es el caso de las Cajas de Ahorros—, por lo que en la etapa intermedia han de seguir soportando los problemas que tal discriminación les comporta.

Esta es la razón por la que el presente análisis comienza por un estudio de la incidencia sobre las Cajas de Ahorros de las recientes medidas de ordenación financiera independientemente consideradas, es decir, aisladas del proceso reformador en el que se incardinan, al objeto de valorarlas en sí mismas con la mayor objetividad posible, para, en una segunda etapa, contemplar los problemas fundamentales que, pese a las medidas ya adoptadas, siguen soportando las Cajas de Aho-

rros como consecuencia de las desigualdades subsistentes, lo que permitirá, finalmente, apuntar las líneas e indicar las prioridades que, desde el punto de vista de estas instituciones, deben presidir la reforma pendiente.

II. INCIDENCIA SOBRE LAS CAJAS DE AHORROS DE LAS RECIENTES MEDIDAS DE ORDENACION FINANCIERA

Las medidas de ordenación financiera recientemente aprobadas por la autoridad económica se contienen en la Orden de 17 de enero de 1981, sobre liberalización de tipos de interés y dividendos bancarios y de financiación a largo plazo, y en el Real Decreto 73/1981, de 16 de enero, sobre financiación a largo plazo por las Cajas de Ahorros, reglamentado por otra Orden de igual fecha que la anterior. Al margen de ciertos extremos relacionados con otras entidades financieras —como son los relativos a la libertad de dividendos bancarios y a la emisión de bonos de caja de los Bancos industriales—, del examen de dichas disposiciones se desprenden como aspectos fundamentales que afectan a la actividad de las Cajas de Ahorros los cuatro siguientes:

- El nuevo avance acordado en cuanto al proceso liberalizador de las operaciones pasivas de las instituciones de crédito.
- La mayor libertad asimismo otorgada a sus operaciones activas expresada, de una parte, por el menor grado de intervención mantenido respecto a los tipos de interés aplicables y, de otra, por el restablecito del calendario reductor de la inversión obligatoria establecido en julio de 1977 y ralentizado en abril de 1979.
- El decidido impulso, expresado mediante un nuevo coeficiente legal, a la financiación a largo plazo, considerada por la autoridad económica como imprescindible para propiciar la urgente salida de la crisis en la que se encuentra sumida la economía española y, finalmente,
- El conjunto de disposiciones tendentes a conseguir el necesario grado de transparencia que debe presidir el mercado financiero español.

1. Efectos previsibles de la liberalización de las operaciones pasivas

En relación con las operaciones pasivas de los intermediarios financieros, las medidas liberalizadoras se concretan en un triple ámbito: en primer lugar, se amplía la lista de entidades no sometidas a tipos máximos de interés, con objeto de desarrollar el mercado monetario; en segundo término, se elimina la anterior intervención existente sobre los depósitos a plazo de seis meses o más y superiores a un millón de pesetas; y, por último, se revisan algunos de los tipos máximos de las imposiciones a plazo en los segmentos no liberalizados.

En este sentido, en la primera vía se dispone que los tipos de interés de las operaciones pasivas, cualquiera que sea su modalidad y plazo, de las entidades de depósito con otras entidades de depósito, sociedades y fondos de inversión mobiliaria, entidades de seguros, entidades de financiación, sociedades mediadoras en el mercado de dinero registradas en el Banco de España y Corporaciones Locales, serán los que libremente se pacten entre las partes.

Con referencia al segundo de los frentes enunciados, las disposiciones comentadas establecen que serán libremente pactados los tipos de interés de las imposiciones a plazo fijo de seis meses o más y cuantía igual o superior a un millón de pesetas, así como los de las imposiciones a plazo fijo de un año o más, cualquiera que sea su importe, y los de los pasivos en moneda extranjera de cualquier modalidad o plazo.

Finalmente, la Orden de 17 de enero de 1981 retoca al alza los tipos de interés aplicables a ciertos segmentos todavía regulados, situando en el 6,5 por 100 anual el de las imposiciones a plazo inferior a seis meses, en el 7,5 por 100 el de las efectuadas a plazo igual o superior a seis meses e inferior a un año que no alcancen el millón de pesetas, en el 8 por 100 el de las cuentas de ahorro bursátil y en el 9 por 100 el de las cuentas de ahorro-vivienda y ahorro pesquero. Posteriormente, la Orden de 19 de junio de 1981 ha liberalizado el interés para las cuentas de ahorro-vivienda.

Estos son, a grandes rasgos, los principales aspectos que, dentro de las medidas de ordenación financiera, afectan a las Cajas de Ahorros en este punto, siendo realmente difícil valorar su previsible incidencia sobre las mismas, al no existir la experiencia precisa para fundamentar con rigurosidad la reacción del sistema financiero y de

CUADRO N.º 1

ESTRUCTURA DE LOS DEPOSITOS

(En %)

	Cuentas Corrientes	*Cuentas Organismos y Corporaciones*	*Ahorro Vista*	*PLAZO*			*Ahorro Emigrante*
				Regulado	*Libre*	*Total*	
1979:							
Marzo	10,5	3,3	50,0	1,7	32,5	34,2	2,0
Junio	10,7	4,3	49,1	1,6	32,4	34,0	1,9
Septiembre	10,8	3,3	50,0	1,5	32,5	34,0	1,9
Diciembre	11,0	3,1	50,8	1,3	31,8	33,1	2,0
1980:							
Marzo	10,8	3,3	48,9	1,4	33,6	35,0	2,0
Junio	11,0	3,9	48,0	1,3	33,7	35,0	2,1
Septiembre	10,9	3,7	48,7	1,2	33,5	34,7	2,0
Diciembre	10,8	3,5	49,2	1,0	33,3	34,3	2,2
1981:							
Marzo	10,3	3,8	47,3	1,1	35,3	36,4	2,2
Junio	10,6	5,0	45,7	1,1	35,4	36,5	2,2

Fuente: Estadísticas CECA y elaboración propia.

las entidades que en él operan ante un proceso como el descrito.

Con las limitaciones expuestas, es posible sin embargo extrapolar los efectos observados en los seis primeros meses del ejercicio en curso, relacionándolos con los ocurridos en un período precedente no excesivamente largo que desvirtúe el análisis, digamos 1979 y 1980, hipótesis que puede servir de referencia sobre la posible reacción que puede provocar en el sistema financiero una medida como la comentada. A estos efectos, en el cuadro n.º 1 se recoge la estructura de los depósitos consolidados de las Cajas de Ahorros Confederadas referidos a cada trimestre natural de los años 1979 y 1980, así como a los transcurridos de 1981.

Del examen del cuadro se deduce, en primer término, que, dentro de las principales modalidades de recursos ajenos, las cuentas corrientes han permanecido prácticamente inalterables porcentualmente en el período analizado, ya que las mismas representaban el 10,5 por 100 del total en marzo de 1979 y en junio de 1981 se mantiene dicha proporción en el 10,6 por 100 del total de los recursos ajenos consolidados. La justificación de este fenómeno quizás radique en que, como dichos porcentajes están muy por debajo de los que para esta modalidad son normales en otras entidades de crédito, es posible que sean los mínimos deseados por los ahorradores debido a motivos de liquidez.

En segundo lugar, se aprecia asimismo una intensificación de los depósitos a plazo no intervenidos, cuyo ritmo de crecimiento aumenta de forma considerable a raíz de la adopción de las medidas de ordenación financiera comentadas. Así, mientras en los dos años 1979 y 1980 la proporción que respecto al total de recursos ajenos representaban en el conjunto de las Cajas de Ahorros los depósitos libres ascendió tan sólo 0,8 puntos, durante los seis primeros meses de 1981 el porcentaje se elevó en 2,1 puntos (pasa del 33,3 al 35,4 por 100).

Finalmente, del cuadro también se desprende que la ganancia relativa ocurrida en las imposiciones a plazo liberalizadas se produjo debido al trasvase proveniente de las cuentas de ahorro a la vista, que van encontrando dosis crecientes de competitividad respecto de aquéllas. En corroboración de lo expuesto baste indicar que la proporción respecto al total de las cuentas de ahorro desciende del

50 por 100 en marzo de 1979 al 49,2 por 100 en diciembre de 1980 y al 45,7 por 100 en junio de este año.

Al margen de lo anterior, todo proceso liberalizador de las operaciones pasivas de las entidades financieras provoca una cierta reacomodación de los tipos de interés a los que se retribuyen las imposiciones no reguladas, incrementando lógicamentes las tasas de retribución ofertadas a las mismas.

Si realmente es comprometido vaticinar las reacciones del sistema financiero ante la promulgación de medidas como las comentadas, mucho más arriesgado es, sin duda, cifrar dichas reacciones, siquiera aproximadamente. De cualquier modo, puede ensayarse una valoración de sus previsibles efectos utilizando para ello, mediante la aplicación del análisis de sensibilidad, el modelo de programación financiera diseñado en el Departamento de Estudios, Asesoramiento y Programación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. La metodología empleada consiste en simular, de una parte, el previsible comportamiento de la actividad de las Cajas de Ahorros durante el presente ejercicio si no se hubiesen alterado las circunstancias vigentes al término del año anterior y, de otra, en repetir la simulación incorporando las modificaciones que se pretenden valorar —en este caso las relativas a las operaciones pasivas—, obteniéndose del análisis diferencial entre ambas simulaciones la incidencia estimada de las medidas que se contemplan.

En esta línea, las dos alternativas contempladas para cada una de las modificaciones aquí analizadas, estructura y rentabilidad de los recursos ajenos de las Cajas de Ahorros, fueron las que se indican a continuación.

Por lo que a la estructura de los depósitos se refiere, como hipótesis de partida se estimó la evolución previsible de sus distintas modalidades aplicando a cada una de ellas modelos ARIMA univariantes, mediante las técnicas de Box y Jenkins, resultando así las series mensuales que probablemente se producirían de mantenerse inalteradas la circunstancias vigentes al iniciarse 1981. La hipótesis de comparación consistió en alterar la estructura de dichas series, aunque conservando estables los recursos totales, de conformidad con los posibles efectos anteriormente reseñados. Para cifrar en este caso la modificación estructural de los depósitos, se ensayaron nuevos modelos ARIMA con datos reales hasta junio de 1981, lo que arrojó una posible composición de los mismos en diciembre de este año con las proporciones siguientes:

	%
Cuentas Corrientes ...	10,7
Cuentas de Organismos y Corporaciones	3,9
Ahorro vista	46,3
Plazo regulado	1,1
Plazo libre	35,7
Ahorro emigrante ...	2,3
TOTAL...	100,0

En cuanto a los tipos de interés a los que presumiblemente se retribuirán las distintas modalidades de los recursos ajenos después de la normativa analizada, es de indicar que para las modalidades intervenidas se consideraron los nuevos tipos establecidos y para las libres se aumentó ligeramente su rentabilidad media estimada en 0,25 puntos.

En consecuencia, del análisis diferencial realizado con respecto a las dos situaciones planteadas se desprende que, de cumplirse las hipótesis establecidas en cuanto a estructura y retribución de los depósitos, se derivaría una incidencia negativa para el conjunto de las Cajas de Ahorros que para el ejercicio 1981 podría cifrarse en torno a los 3.173 millones de pesetas.

2. Repercusión estimada de la liberalización de las operaciones activas

Según lo anticipado, las normas acordadas en relación con las operaciones activas de los intermediarios financieros afectaron tanto a los tipos de interés que les son aplicables como a los coeficientes de inversión obligatoria que soportan, por lo que parece oportuno efectuar una valoración independiente de ambos extremos.

a) *Liberalización de ciertos tipos de interés*

En cuanto al primero de los aspectos enunciados, la normativa aprobada dispone que los tipos de interés de las operaciones activas, cualquiera que sea su plazo y modalidad, de los Bancos, Cajas de Ahorros y Cooperativas de Crédito serán los que libremente se pacten con la clientela en los respectivos contratos, sin más excep-

ciones que las expresamente reseñadas en la disposición comentada, entre las que destacan, en relación con las Cajas de Ahorros, las siguientes retribuciones máximas (interés y comisión):

- El 10 por 100, para los créditos para capital circulante de las empresas exportadoras.
- Las fijadas en la Orden de 13 de junio de 1980, para las demás operaciones de crédito a la exportación computables.
- El 12 por 100, para los restantes préstamos de regulación especial.
- El 14 por 100, para las operaciones de préstamos para financiar la adquisición de viviendas de protección oficial, de acuerdo con el convenio recientemente suscrito con el Gobierno, de cuyo porcentaje tan sólo el 11 por 100 correrá a cargo del prestatario.
- El 10 por 100, para los préstamos o créditos concertados en operaciones de ahorro vivienda, pesquero o bursátil, y el 12 por 100 para las de ahorro emigrante. Posteriormente, la Orden de 19 de junio de 1981 dispuso que los préstamos concertados en operaciones de ahorro vivienda devengarán un interés de tres puntos, como máximo, por encima del tipo medio devengado por la cuenta pasiva que los faculta.

En otros términos, de la lista de excepciones establecida se deduce que, en general, las retribuciones que permanecen reguladas son las relativas a la inversión obligatoria en préstamos de regulación especial, a la ligada al ahorro vinculado y a la destinada a la financiación del acuerdo recientemente concertado con el Gobierno para la financiación de viviendas.

Para valorar adecuadamente la posible incidencia de los tipos activos de interés es preciso considerar asimismo otra medida no contenida en las disposiciones aquí comentadas, cual es la contemplada en el Real Decreto 143/1981, de 16 de enero, que elevó al 7,25 por 100 el tipo de interés devengado por las cédulas para inversiones cuyo plazo de amortización empiece a contarse a partir del 1 de julio de 1981.

Poca duda cabe de que es igualmente complejo estimar la posible repercusión de estas medidas sobre las Cajas de Ahorros. A título orientativo podría simularse, no obstante, con las mismas técnicas y metodología anteriormente expuestas, una situación en la que los tipos de rentabilidad de las inversiones libres permanecieran en sus niveles anteriores, en la que los acordados para las nuevas concesiones realizadas a través de los circuitos privilegiados de financiación instrumentados en forma de préstamos y créditos aumentaran un punto, y en la que, por último, se considerara asimismo el aumento de rentabilidad comentado para las nuevas emisiones de cédulas para inversiones.

De las tres hipótesis reseñadas, las dos últimas son consecuencia directa de las medidas analizadas y la razón por la que se consideran estables los tipos de interés aplicables a las inversiones libres estriba en considerar que los mismos ya responden actualmente a la contextura de fuerzas de este peculiar mercado y que la finalidad perseguida por la autoridad económica al elevar los tipos exigidos a la inversión obligatoria no era, obviamente, la de recoger de forma anticipada una posible alteración de los tipos libres en el mercado sino más bien la de acercar aquéllos a éstos. En corroboración de lo expuesto, no parece que en los meses transcurridos de 1981 se hayan producido alteraciones sustanciales de los tipos activos y es sabido que los preferenciales, cuya publicación fue exigida por las disposiciones examinadas, tampoco han sufrido apenas variación.

En estas circunstancias, los efectos diferenciales que previsiblemente se derivarían de la nueva simulación ensayada apuntan a que los mismos serían positivos por un importe aproximado de 1.690 millones de pesetas, en 1981, compensando así en parte la incidencia negativa que sobre la cuenta de resultados de las Cajas en su conjunto tendría la liberalización de las operaciones pasivas.

b) *Reducción de los coeficientes de inversión obligatoria*

La segunda de las medidas adoptadas en el ámbito de las operaciones activas consiste en el restablecimiento del proceso de reducción de los coeficientes de inversión obligatoria establecido por la Orden de 23 de julio de 1977 y posteriormente atenuado por la de 27 de abril de 1979.

En este sentido, la Orden de 17 de enero de 1981 dispone, con referencia a la inversión obligatoria soportada por las Cajas de Ahorros, que a partir de enero de 1981, inclusive, los porcentajes de inversión en fondos públicos y otros valores computables, y en préstamos de regulación especial, que con carácter de mínimos están obligados a mantener, se reducirán a razón de 0,25 puntos mensua-

les, respectivamente, hasta alcanzar los valores establecidos en los números séptimo y décimo de la Orden de 23 de julio de 1977. Tales valores eran el 10 por 100 para los préstamos de regulación especial y el 25 por 100 para los títulos computables, porcentajes que, de cumplirse el calendario establecido, se alcanzarán en diciembre de 1982 y en abril de 1984, respectivamente.

Trasladando a esta modificación la sistemática utilizada en los dos epígrafes anteriores, podría estimarse la incidencia de esta medida sobre las Cajas de Ahorros en términos diferenciales entre la situación de partida, en la que los coeficientes se redujeran al ritmo previsto en la Orden de 27 de abril de 1979, y la derivada del nuevo calendario establecido con ocasión de las disposiciones de ordenación financiera adoptadas. Según dicho análisis de sensibilidad, el efecto favorable del restablecido proceso reductor de la inversión obligatoria de las Cajas podría cifrarse en unos 1.241 millones de pesetas, para 1981.

3. Establecimiento de un nuevo coeficiente obligatorio de financiación a largo plazo

Un tercer grupo de medidas que se contienen en las disposiciones analizadas se refiere a la potenciación de la disponibilidad de fondos prestables a medio y largo plazo, en condiciones de mercado, mediante la instrumentación de un mecanismo que, como se verá, implica la canalización de fondos hacia operaciones de larga duración, aunque con tipos libres.

Concretamente, el Real Decreto 73/1981, de 16 de enero, establece para las Cajas de Ahorros un depósito obligatorio, que deberán constituir en el Banco de España, equivalente al porcentaje que se señale de sus pasivos computables a efectos del coeficiente legal de caja hasta un máximo del 10 por 100, y la Orden de 17 de enero fijó precisamente tal porcentaje en ese nivel superior del 10 por 100.

Como en dicha normativa se señala, este depósito es independiente de los que actualmente tienen constituidos las Cajas de Ahorros en el Banco de España, tendrá carácter de indisponible, no será computable en el coeficiente legal de caja y no será remunerado, pero podrá liberarse mediante la realización de las siguientes operaciones:

- Concesión de crédito a la clientela con plazo medio no inferior a tres años, o
- Adquisición de obligaciones emitidas por sociedades y entidades españolas no financieras.

Conviene añadir que cuando tal liberación se produzca habrá de tenerse en cuenta que los créditos o valores afectados a estos fines no serán computables en el coeficiente legal de inversión, ni podrán estar pignorados, redescontados o sujetos a responder de otras obligaciones.

Por su parte, el calendario establecido para alcanzar el porcentaje fijado consiste en dotarlo a razón de 0,25 puntos mensuales a partir del día primero del mes siguiente a la publicación de dicha Orden, esto es, desde el día 1 de febrero de este año. En otros términos, la mitad del coeficiente obligatorio liberado el mes anterior deberá quedar indisponible a partir del día primero de cada mes hasta su liberación en la forma indicada.

Si bien esta medida no parece que sea, en principio, más que una obligación cualitativa respecto a la forma en la que debe facilitarse financiación, sin que probablemente implique graves sacrificios en cuanto a su cumplimiento, dada la tradicional dedicación de las Cajas de Ahorros a la financiación a medio y largo plazo, añade sin embargo una reivindicación más a las ya existentes, debido a la nueva discriminación que la medida comporta.

Aunque, por desgracia, no se dispone de una información pormenorizada sobre los plazos a los que se conceden los préstamos y créditos, el cumplimiento de este nuevo coeficiente no debe comportar, en efecto, graves sacrificios para las Cajas en su conjunto si se observa, como se hace en el cuadro n.° 2, la evolución seguida por los desembolsos mensuales de ciertas modalidades integrantes de la cartera de préstamos de carácter general, como son las de préstamos hipotecarios y personales para vivienda, respecto de las cuales cabe sentar la presunción de que se otorgan a medio y largo plazo y de que, por tanto, al menos en buena parte, tienen un plazo medio superior a tres años.

En dicho cuadro se recoge efectivamente la evolución seguida en 1980 y en el primer semestre de 1981 por los desembolsos mensuales realizados por las Cajas, a nivel consolidado,

en razón de los préstamos o créditos concedidos con garantía hipotecaria o para vivienda con garantía personal. Del mismo se desprende, de una parte, que bastaría con que aproximadamente una tercera parte de tales préstamos o créditos tuvieran un plazo medio de duración de tres años, hipótesis bastante probable, para poder liberar mensualmente el depósito obligatorio establecido. De otra, que la tradicional dedicación de las Cajas por las operaciones al plazo adecuado demandado por su clientela debería haber eximido a la autoridad económica de fijar para las Cajas coeficiente alguno de esta naturaleza, como lo demuestra su comportamiento a lo largo de 1980, expresado en el cuadro, así como en los anteriores, no recogidos por no alargar innecesariamente la serie.

Tampoco parece que deba existir problema en el futuro para cumplir con el coeficiente de financiación a largo plazo una vez que se sitúe en su porcentaje legal del 10 por 100, porque los créditos de esta naturaleza concedidos de ordinario en el normal desenvolvimiento de la actividad de las Cajas superan igualmente tal proporción.

Si, como se indicó, son previsiblemente otorgados a plazo medio superior a tres años los préstamos y créditos concedidos con garantía hipotecaria, así como los personales destinados a la adquisición de viviendas, el cuadro n.º 3 indica la parte de los pasivos computables que se destinan a financiar inversiones a largo plazo dentro de la cartera de préstamos y créditos de carácter general de las Cajas en el período comprendido desde 1975 hasta el presente.

CUADRO N.º 2

DESEMBOLSOS MENSUALES DE PRESTAMOS DE CARACTER GENERAL A LARGO PLAZO

(En % sobre pasivos computables del mes anterior)

	Préstamos Hipotecarios	*Préstamos Personales Vivienda*	*Suma*
1980:			
Enero	0,54	0,22	0,76
Febrero	0,59	0,26	0,85
Marzo	0,57	0,27	0,84
Abril	0,54	0,25	0,79
Mayo	0,75	0,28	1,03
Junio	0,59	0,29	0,88
Julio	0,64	0,28	0,92
Agosto	0,70	0,23	0,93
Septiembre	0,55	0,25	0,80
Octubre	0,62	0,39	1,01
Noviembre	0,70	0,28	0,98
Diciembre	0,83	0,32	1,15
1981:			
Enero	0,48	0,22	0,70
Febrero	0,58	0,27	0,85
Marzo	0,63	0,29	0,92
Abril	0,54	0,26	0,80
Mayo	0,66	0,28	0,94
Junio	0,69	0,27	0,96

Fuente: «Informe Estadístico y Análisis de Gestión», CECA, y elaboración propia.

CUADRO N.º 3

PRESTAMOS DE CARACTER GENERAL A LARGO PLAZO

(En % sobre pasivos computables del mes anterior)

AÑOS	*Con garantía hipotecaria*	*Con garantía personal para vivienda*	*Suma*
1975	10,5	2,0	12,5
1976	11,6	2,6	14,2
1977	13,6	4,3	17,9
1978	15,8	5,0	20,8
1979	16,5	5,0	21,5
1980	17,5	5,1	22,6
1981 (junio)	17,6	5,1	22,7

Fuente: «Informe Estadístico y Análisis de Gestión», CECA, y elaboración propia.

En él se observa que la suma de ambos conceptos supera en todo caso el porcentaje del 10 por 100 fijado y que desde 1978 tal proporción es superior al 20 por 100 de los pasivos computables del mes precedente, por lo que bastará con que al me-

nos la mitad de los mismos tengan la naturaleza de a largo plazo para poder cumplir sin compromiso el nuevo coeficiente institucionalizado.

Puede, en definitiva, que el nuevo coeficiente legal establecido resulte eficaz para impulsar la financiación a largo plazo de otros intermediarios financieros, pero queda claro que es ocioso para motivar a entidades que, como las Cajas de Ahorros, ya están suficientemente decididas por sí mismas para destinar sus fondos a tal menester.

Lo anterior cobra especial relieve por cuanto el coeficiente de financiación a largo plazo se estableció con clara discriminación para las Cajas, tanto en su ámbito subjetivo como en su aspecto puramente cuantitativo. Subjetivamente, por cuanto la medida no abarca a todas las instituciones financieras, pues no comprende a las cooperativas de crédito (aunque para ellas resultaría tan innecesario como para las Cajas de Ahorros). Cuantitativamente, porque el coeficiente del 10 por 100 fijado para las Cajas se reduce injustificadamente para la Banca privada al 7 por 100, sin que pueda considerarse aquí el 10 por 100 exigido en relación con los bonos de caja y obligaciones en circulación, ya que es éste el único coeficiente ahora exigido en relación con tales pasivos de la Banca.

Se añade así, de forma innecesaria, una nueva desigualdad que habrá de ser reivindicada por las Cajas de Ahorros, cuya aparición parece además impropia en un momento como el actual en el que los principios inspiradores de la reforma del sistema financiero apuntan fundamentalmente a lograr los niveles de equidad y libertad necesarios para asignar con eficacia los medios líquidos disponibles.

4. Medidas de transparencia del sistema financiero

En las disposiciones comentadas se contienen, finalmente, diversas medidas tendentes a dotar de mayor transparencia y claridad al sistema financiero, entre las que merece destacarse la que invierte el anterior sistema de tipos de interés máximos y comisiones libres —causante de importantes distorsiones e imprecisiones en el mercado crediticio— para convertirlo en otro de tipos de interés libres y comisiones máximas.

El nuevo sistema arbitrado, que es minuciosamente regulado en la Orden que lo establece, no puede decirse que implique necesariamente un aumento del coste del dinero para las empresas y particulares, sino que más bien fue concebido para que se produzca un trasvase de las comisiones hacia los tipos de interés, de forma que el obligado descenso de las primeras (excepto las correspondientes a efectos, créditos o préstamos en monedas extranjeras y las aplicadas por avales y otras garantías y por servicios no relacionados con operaciones activas, que continuarán libres) será probablemente compensado con el incremento que se produzca en los tipos nominales de interés libremente estipulados.

Otra de las medidas que indudablemente figura dentro de esta categoría es la relativa a la necesidad de anunciar los tipos de interés preferenciales que las entidades de depósito apliquen en cada momento a las operaciones de descuento, préstamo o crédito a tres meses, un año y tres años, y el que carguen en los descubiertos en cuenta corriente y excedidos en cuenta de crédito, hecho éste que incrementará el grado de transparencia vigente con anterioridad en el mercado crediticio.

En el sentido indicado deben inscribirse también, de una parte, la necesidad de pactar, en los préstamos y créditos concertados a tipo de interés variable, la tasa de referencia establecida y las cláusulas de rescisión de las operaciones preceptivamente fijadas para permitir una ordenada gestión financiera a ambas partes contratantes y, de otra, la preceptiva comunicación trimestral de los límites inferior y superior del tipo de interés aplicable a los créditos a largo plazo de reciente implantación, medidas que contribuirán igualmente a la necesaria clarificación de las relaciones financieras.

Por último, puede asimismo incluirse en este grupo la obligatoriedad de que toda imposición a plazo, cualquiera que sea su denominación, tendrá desde su iniciación, o desde su prórroga por renovación tácita o expresa, un plazo fijo de vencimiento, que no podrá ser variado durante su vigencia, so pena de incurrir en una penalización de al menos cuatro puntos del interés fijado, aunque con su garantía puedan concederse préstamos o anticipos en las condiciones reglamentariamente establecidas. A este respecto, el resguardo de la imposición contendrá cláusulas en las que expresamente se consigne que el depósito no podrá

ser devuelto antes de su vencimiento, así como el régimen de prórrogas de los mismos. Complementando lo expuesto, y para reforzar el cumplimiento de la medida comentada, en la disposición que la establece se contempla que en los préstamos o anticipos con garantías de imposiciones a plazo que puedan conceder las entidades de depósito se devengará un tipo de interés superior al menos en cuatro puntos al de la imposición que los garantiza. Se quiere así recalcar la firme voluntad de la Administración de controlar en el futuro el riguroso cumplimiento del plazo al que se imponen los depósitos, sin que pueda recurrirse con reducido coste a las corruptelas anteriores que permitían burlar casi impunemente tal circunstancia.

5. Valoración final de las medidas comentadas

Haciendo abstracción, como se dijo en un principio, del contexto en el que se integran las medidas de ordenación financiera analizadas, para tratar de valorarlas de forma aislada, cabe indicar que aunque no implican el necesario ajuste del sistema financiero a los principios de libertad que son propios de una economía de mercado, representan sin embargo un nuevo paso —salvo por lo que al nuevo coeficiente establecido se refiere— en el ineludible proceso de acomodación a tales principios emprendido en el verano de 1977.

En el ámbito concreto de las Cajas de Ahorros, si bien la reforma realizada tampoco atiende a su justificado deseo de equiparación con el resto de las entidades financieras que operan en el mercado, es de indicar que tampoco añade sacrificios importantes a los ya padecidos, sin que deba inducir a error el hecho de que el resultado de la mera agregación de los previsibles efectos en 1981 de las tres medidas susceptibles de valoración cuantitativa tenga signo negativo, ya que el saldo final es bastante reducido y no debe olvidarse, por un lado, que toda estimación tiene siempre un intervalo de confianza y, por otro, que en años sucesivos el efecto expansivo de las medidas favorables (aumento de tipos activos y reducción de coeficientes) será presumiblemente mayor que el de la liberalización de las operaciones pasivas, por lo que probablemente en el futuro se invertirá el signo de la incidencia final, aspecto éste de imposible predicción hoy porque los modelos empleados es sabido que son especialmente válidos para períodos cortos pero que van perdiendo sustancialmente su grado de fiabilidad cuando tal plazo se amplía.

Cabe concluir, en definitiva, que las medidas de ordenación financiera, independientemente consideradas, cuando menos no fueron perjudiciales, en general, para las Cajas de Ahorros en su conjunto, circunstancia ésta de no escasa importancia porque, con excepción de la reforma de 1977, la neutralidad no solía presidir los criterios orientadores de las anteriores modificaciones del sistema crediticio.

III. PROBLEMAS FUNDAMENTALES QUE LA SITUACION VIGENTE PLANTEA A LAS CAJAS DE AHORROS

Pasando del examen individualizado de las medidas recientemente adoptadas a una consideración global del sistema financiero vigente en el actual estado del proceso reformador en curso, es indudable que siguen persistiendo para las Cajas de Ahorros los problemas institucionales existentes con anterioridad, sin cuya superación efectiva no puede considerarse en modo alguno realizada la tarea reformadora emprendida. Tres son, a mi juicio, los problemas permanentes más importantes que se plantean a las Cajas de Ahorros:

- Tanto por su transcendencia, como porque sobre él giran realmente los demás que puedan considerarse, el primero de estos problemas es sin duda el elevado y desigual coeficiente de inversión obligatoria que soportan. Ninguna modificación es tan urgente en el sistema financiero como la de suprimir, o cuando menos equiparar transitoriamente, la proporción que de los recursos de las entidades financieras circula por canales de inversión privilegiada.

- Un segundo problema radica en la existencia dentro del sistema de condiciones objetivas que pueden traducirse en una pérdida de cuota de mercado de las Cajas por factores institucionales y no de eficiencia en la gestión.

- Finalmente, habría que citar aquí la menor rentabilidad relativa de las inversiones de

estas entidades, que si en ciertos casos se deriva de actuaciones deseadas por sus propios responsables, en otros, por el contrario, son resultado de las obligaciones impuestas por la autoridad económica.

La existencia de tales problemas no sólo perjudica de modo directo a las Cajas de Ahorros sino que provoca, en definitiva, una asignación ineficiente de los medios líquidos disponibles, por lo que la superación de los mismos es tarea obligada para acercar al sistema financiero español a los principios de libertad que le son exigibles dentro de una economía de mercado.

1. Discriminación en la inversión obligatoria

El problema fundamental de las Cajas de Ahorros no es otro que el de la injustificada discriminación que soportan en cuanto al porcentaje de sus depósitos que discurren por cauces ajenos a su voluntad. En concreto, en el cuadro n.º 4 se recoge el calendario actualmente establecido en relación con los coeficientes legales que deben cumplir los distintos intermediarios financieros, distinguiéndose a tal efecto los exigidos a las Cajas de Ahorros, Banca privada —industrial y no industrial— y cooperativas de crédito, al objeto de mostrar las enormes diferencias existentes entre los demandados a unos y otros.

La inclusión en el cuadro de todos los coeficientes legales, en lugar de mostrar tan sólo los integrantes de lo que puede considerarse estrictamente como inversión obligatoria, tiene por finalidad, de una parte, salir al paso de una posible acusación de forzar con su eliminación las diferencias relativas existentes y, de otra, mostrar asimismo que incluso se producen desigualdades en aquellos coeficientes reputados como técnicos o debidos a puras razones de política monetaria.

Así, puede apreciarse que el coeficiente técnico de caja, que al final del período será para todas las entidades el 5,75 por 100, sufre en la actualidad un proceso de acomodación para las cooperativas de crédito que lo sitúa al día de hoy en el 3,10 por 100. Al propio tiempo, el porcentaje de depósitos remunerados en el Banco de España, preceptivamente exigido por razones monetarias de carácter coyuntural, si bien por el tiempo transcurrido desde que tales motivos se alegaron parece convertirse en un nuevo coeficiente estructural, tan sólo se demanda a las Cajas y a la Banca privada, pero no a las cooperativas de crédito. Análogamente, como ya se indicó, el coeficiente de financiación a largo plazo tampoco se exige a las cooperativas de crédito. Y, finalmente, en relación con lo que podría calificarse como financiación privilegiada, se observa que su proporción es muy distinta según el tipo de instituciones, siempre en claro perjuicio de las Cajas de Ahorros.

La propia elocuencia de las cifras recogidas en el cuadro releva evidentemente de mayores comentarios que traten de justificar la discriminación soportada por las Cajas en esta materia. Baste añadir, no obstante, dos últimas referencias en cuanto a las mismas. De una parte, cuando este artículo se publique, posiblemente al iniciarse 1982, el total de coeficientes legales que pesan sobre las Cajas se sitúa en el 56,25 por 100 de sus pasivos computables —es decir, que menos de la mitad son los que, después de deducir también los llamados activos de gestión, pueden destinarse a inversiones libres—, proporción que es prácticamente el doble de la exigida a la Banca comercial e industrial (1,69 y 1,85 veces, respectivamente) y más del triple de la demandada a las cooperativas de crédito (3,33 veces). Naturalmente, las diferencias relativas serían todavía mayores de considerarse solamente la inversión obligatoria en sentido estricto.

De otra parte, y lo que es peor, que incluso al final del proceso reductor en curso las diferencias continuarán siendo importantes, ya que el porcentaje total resultante para las Cajas (53,75 por 100) será aproximadamente vez y media del exigido a los demás intermediarios financieros (1,46 veces, 1,59 y 1,50 del fijado para la Banca comercial, industrial y cooperativas de crédito, respectivamente).

Eliminar esta notoria desigualdad institucional debe ser, pues, tarea prioritaria dentro de cualquier proceso de reforma del sistema financiero que pueda establecerse.

2. Pérdida de cuota de mercado por factores institucionales

Otro de los problemas permanentes que tienen planteados las Cajas de Ahorros consiste en la inseguridad en el mantenimiento de la cuota de mercado detentada, debido a razones

CUADRO N.º 4

COEFICIENTES LEGALES

(En %)

PERIODO	CAJAS DE AHORROS					
	Coeficiente Caja	*Depósitos Remunerados*	*Valores Computables*	*Préstamos Regulación Especial*	*Financiación largo plazo*	*TOTAL*
1981:						
Enero	5,75	3,00	34,75	15,75	—	59,25
Febrero	5,75	3,00	34,50	15,50	0,25	59,00
Marzo	5,75	3,00	34,25	15,25	0,50	58,75
Abril	5,75	3,00	34,00	15,00	0,75	58,50
Mayo	5,75	3,00	33,75	14,75	1,00	58,25
Junio	5,75	3,00	33,50	14,50	1,25	58,00
Julio	5,75	3,00	33,25	14,25	1,50	57,75
Agosto	5,75	3,00	33,00	14,00	1,75	57,50
Septiembre	5,75	3,00	32,75	13,75	2,00	57,25
Octubre	5,75	3,00	32,50	13,50	2,25	57,00
Noviembre	5,75	3,00	32,25	13,25	2,50	56,75
Diciembre	5,75	3,00	32,00	13,00	2,75	56,50
1982:						
Enero	5,75	3,00	31,75	12,75	3,00	56,25
Febrero	5,75	3,00	31,50	12,50	3,25	56,00
Marzo	5,75	3,00	31,25	12,25	3,50	55,75
Abril	5,75	3,00	31,00	12,00	3,75	55,50
Mayo	5,75	3,00	30,75	11,75	4,00	55,25
Junio	5,75	3,00	30,50	11,50	4,25	55,00
Julio	5,75	3,00	30,25	11,25	4,50	54,75
Agosto	5,75	3,00	30,00	11,00	4,75	54,50
Septiembre	5,75	3,00	29,75	10,75	5,00	54,25
Octubre	5,75	3,00	29,50	10,50	5,25	54,00
Noviembre	5,75	3,00	29,25	10,25	5,50	53,75
Diciembre	5,75	3,00	29,00	10,00	5,75	53,50
1983:						
Enero	5,75	3,00	28,75	10,00	6,00	53,50
Febrero	5,75	3,00	28,50	10,00	6,25	53,50
Marzo	5,75	3,00	28,25	10,00	6,50	53,50
Abril	5,75	3,00	28,00	10,00	6,75	53,50
Mayo	5,75	3,00	27,75	10,00	7,00	53,50
Junio	5,75	3,00	27,50	10,00	7,25	53,50
Julio	5,75	3,00	27,25	10,00	7,50	53,50
Agosto	5,75	3,00	27,00	10,00	7,75	53,50
Septiembre	5,75	3,00	26,75	10,00	8,00	53,50
Octubre	5,75	3,00	26,50	10,00	8,25	53,50
Noviembre	5,75	3,00	26,25	10,00	8,50	53,50
Diciembre	5,75	3,00	26,00	10,00	8,75	53,50
1984:						
Enero	5,75	3,00	25,75	10,00	9,00	53,50
Febrero	5,75	3,00	25,50	10,00	9,25	53,50
Marzo	5,75	3,00	25,25	10,00	9,50	53,50
Abril	5,75	3,00	25,00	10,00	9,75	53,50
Mayo	5,75	3,00	25,00	10,00	10,00	53,75

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO N.º 4 (continuación)

COEFICIENTES LEGALES

(En %)

PERIODO	BANCA NO INDUSTRIAL (*)				
	Coeficiente Caja	Depósitos Remunerados	Inversión Obligatoria	Financiación largo plazo	TOTAL
1981:					
Enero	5,75	3,00	21,90	1,80	32,45
Febrero	5,75	3,00	21,80	1,95	32,50
Marzo	5,75	3,00	21,70	2,10	32,55
Abril	5,75	3,00	21,60	2,25	32,60
Mayo	5,75	3,00	21,50	2,40	32,65
Junio	5,75	3,00	21,40	2,55	32,70
Julio	5,75	3,00	21,30	2,70	32,75
Agosto	5,75	3,00	21,20	2,85	32,80
Septiembre	5,75	3,00	21,10	3,00	32,85
Octubre	5,75	3,00	21,00	3,15	32,90
Noviembre	5,75	3,00	21,00	3,30	33,05
Diciembre	5,75	3,00	21,00	3,45	33,20
1982:					
Enero	5,75	3,00	21,00	3,60	33,35
Febrero	5,75	3,00	21,00	3,75	33,50
Marzo	5,75	3,00	21,00	3,90	33,65
Abril	5,75	3,00	21,00	4,05	33,80
Mayo	5,75	3,00	21,00	4,20	33,95
Junio	5,75	3,00	21,00	4,35	34,10
Julio	5,75	3,00	21,00	4,50	34,25
Agosto	5,75	3,00	21,00	4,65	34,40
Septiembre	5,75	3,00	21,00	4,80	34,55
Octubre	5,75	3,00	21,00	4,95	34,70
Noviembre	5,75	3,00	21,00	5,10	34,85
Diciembre	5,75	3,00	21,00	5,25	35,00
1983:					
Enero	5,75	3,00	21,00	5,40	35,15
Febrero	5,75	3,00	21,00	5,55	35,30
Marzo	5,75	3,00	21,00	5,70	35,45
Abril	5,75	3,00	21,00	5,85	35,60
Mayo	5,75	3,00	21,00	6,00	35,75
Junio	5,75	3,00	21,00	6,15	35,90
Julio	5,75	3,00	21,00	6,30	36,05
Agosto	5,75	3,00	21,00	6,45	36,20
Septiembre	5,75	3,00	21,00	6,60	36,35
Octubre	5,75	3,00	21,00	6,75	36,50
Noviembre	5,75	3,00	21,00	6,90	36,65
Diciembre	5,75	3,00	21,00	7,00	36,75
1984:					
Enero	5,75	3,00	21,00	7,00	36,75
Febrero	5,75	3,00	21,00	7,00	36,75
Marzo	5,75	3,00	21,00	7,00	36,75
Abril	5,75	3,00	21,00	7,00	36,75
Mayo	5,75	3,00	21,00	7,00	36,75

(*) Excluido el Banco Exterior de España.

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO N.º 4 (continuación)

COEFICIENTE LEGALES

(En %)

PERIODO	BANCA INDUSTRIAL				
	Coeficiente Caja	*Depósitos Remunerados*	*Inversión Obligatoria*	*Financiación largo plazo*	*TOTAL*
1981:					
Enero	5,75	3,00	18,00	1,80	28,55
Febrero	5,75	3,00	18,00	1,95	28,70
Marzo	5,75	3,00	18,00	2,10	28,85
Abril	5,75	3,00	18,00	2,25	29,00
Mayo	5,75	3,00	18,00	2,40	29,15
Junio	5,75	3,00	18,00	2,55	29,30
Julio	5,75	3,00	18,00	2,70	29,45
Agosto	5,75	3,00	18,00	2,85	29,60
Septiembre	5,75	3,00	18,00	3,00	29,75
Octubre	5,75	3,00	18,00	3,15	29,90
Noviembre	5,75	3,00	18,00	3,30	30,05
Diciembre	5,75	3,00	18,00	3,45	30,20
1982:					
Enero	5,75	3,00	18,00	3,60	30,35
Febrero	5,95	3,00	18,00	3,75	30,50
Marzo	5,75	3,00	18,00	3,90	30,65
Abril	5,75	3,00	18,00	4,05	30,80
Mayo	5,75	3,00	18,00	4,20	30,95
Junio	5,75	3,00	18,00	4,35	31,10
Julio	5,75	3,00	18,00	4,50	31,25
Agosto	5,75	3,00	18,00	4,65	31,40
Septiembre	5,75	3,00	18,00	4,80	31,55
Octubre	5,75	3,00	18,00	4,95	31,70
Noviembre	5,75	3,00	18,00	5,10	31,85
Diciembre	5,75	3,00	18,00	5,25	32,00
1983:					
Enero	5,75	3,00	18,00	5,40	32,15
Febrero	5,75	3,00	18,00	5,55	32,30
Marzo	5,75	3,00	18,00	5,70	32,45
Abril	5,75	3,00	18,00	5,85	32,60
Mayo	5,75	3,00	18,00	6,00	32,75
Junio	5,75	3,00	18,00	6,15	32,90
Julio	5,75	3,00	18,00	6,30	33,05
Agosto	5,75	3,00	18,00	6,45	33,20
Septiembre	5,75	3,00	18,00	6,60	33,35
Octubre	5,75	3,00	18,00	6,75	33,50
Noviembre	5,75	3,00	18,00	6,90	33,65
Diciembre	5,75	3,00	18,00	7,00	33,75
1984:					
Enero	5,75	3,00	18,00	7,00	33,75
Febrero	5,75	3,00	18,00	7,00	33,75
Marzo	5,75	3,00	18,00	7,00	33,75
Abril	5,75	3,00	18,00	7,00	33,75
Mayo	5,75	3,00	18,00	7,00	33,75

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO N.° 4 (continuación)

COEFICIENTES LEGALES

(En %)

PERIODO	COOPERATIVAS				DIFERENCIAS		
	Coeficiente Caja	Inversión Obligatoria	Préstamos	TOTAL	Cajas menos Banca no Industrial	Cajas menos Banca Industrial	Cajas menos Cooperativas
1981:							
Enero	2,20	5,00	2,50	9,70	26,80	30,70	49,55
Febrero	2,30	5,00	2,50	9,80	26,50	30,30	49,20
Marzo	2,40	6,00	3,00	11,40	26,20	29,90	47,35
Abril	2,50	6,00	3,00	11,50	25,90	29,50	47,00
Mayo	2,60	6,00	3,00	11,60	25,60	29,10	46,65
Junio	2,70	7,00	3,50	13,20	25,30	28,70	44,80
Julio	2,80	7,00	3,50	13,30	25,00	28,30	44,45
Agosto	2,90	7,00	3,50	13,40	24,70	27,90	44,10
Septiembre	3,00	8,00	4,00	15,00	24,40	27,50	42,25
Octubre	3,10	8,00	4,00	15,10	24,10	27,10	41,90
Noviembre	3,20	8,00	4,00	15,20	23,70	26,70	41,55
Diciembre	3,30	9,00	4,50	16,80	23,30	26,30	39,70
1982:							
Enero	3,40	9,00	4,50	16,90	22,90	25,90	39,35
Febrero	3,50	9,00	4,50	17,00	22,50	25,50	39,00
Marzo	3,60	10,00	5,00	18,60	22,10	25,10	36,15
Abril	3,70	10,00	5,00	18,70	21,70	24,70	36,80
Mayo	3,80	10,00	5,00	18,80	21,30	24,30	36,45
Junio	3,90	11,00	5,50	20,40	20,90	23,90	34,60
Julio	4,00	11,00	5,50	20,50	20,50	23,50	34,25
Agosto	4,10	11,00	5,50	20,60	20,10	23,10	33,90
Septiembre	4,20	12,50	6,25	22,95	19,70	22,70	31,30
Octubre	4,30	12,50	6,25	23,05	19,30	22,30	30,95
Noviembre	4,40	12,50	6,25	23,15	18,90	21,90	30,60
Diciembre	4,50	14,00	7,00	25,50	18,50	21,50	28,00
1983:							
Enero	4,60	14,00	7,00	25,60	18,35	21,35	27,90
Febrero	4,70	14,00	7,00	25,70	18,20	21,20	27,80
Marzo	4,80	15,50	7,75	28,05	18,05	21,05	25,45
Abril	4,90	15,50	7,75	28,15	17,90	20,90	25,35
Mayo	5,00	15,50	7,75	28,25	17,75	20,75	25,25
Junio	5,10	17,00	8,50	30,60	17,60	20,60	22,90
Julio	5,20	17,00	8,50	30,70	17,45	20,45	22,80
Agosto	5,30	17,00	8,50	30,80	17,30	20,30	22,70
Septiembre	5,40	18,50	9,25	33,15	17,15	20,15	20,35
Octubre	5,50	18,50	9,25	33,25	17,00	20,00	20,25
Noviembre	5,60	18,50	9,25	33,35	16,85	19,85	20,15
Diciembre	5,75	20,00	10,00	35,75	16,75	19,75	17,75
1984:							
Enero	5,75	20,00	10,00	35,75	16,75	19,75	17,75
Febrero	5,75	20,00	10,00	35,75	16,75	19,75	17,75
Marzo	5,75	20,00	10,00	35,75	16,75	19,75	17,75
Abril	5,75	20,00	10,00	35,75	16,75	19,75	17,75
Mayo	5,75	20,00	10,00	35,75	17,00	20,00	18,00

Fuente: Elaboración propia.

puramente institucionales derivadas de la menor agresividad comercial que pueden esgrimir en un momento dado, al disponer de una rentabilidad de sus activos relativamente más reducida, como consecuencia primordialmente de la muy superior inversión obligatoria que soportan.

Podría argüirse al respecto que el razonamiento anterior pugna con la realidad ocurrida en un pasado reciente, en el que la cuota de mercado de las Cajas crecía de modo progresivo. Es de indicar, no obstante, que la agresividad comercial no es un fenómeno continuamente ejercitado en el mercado, sino que, por el contrario, se manifiesta esporádicamente —en la forma intensa que se está considerando— cuando concurren ciertas circunstancias que lo propician.

En esta línea, tales circunstancias no se manifestaban hasta épocas relativamente próximas, en las que cada grupo de entidades financieras administraba preferentemente un segmento del mercado financiero —el de las Cajas era el constituido por el modesto ahorrador, esencialmente de carácter particular—, pero previsiblemente aparecieron con la expansión de la actividad de la Banca extranjera en España que, al adentrarse en terrenos propios de la Banca privada, impulsó a ésta a intensificar su acción en aquellos otros administrados fundamentalmente por las Cajas, mediante el despliegue de una superior agresividad comercial sólo fundamentada en razones institucionales y no de eficacia en la gestión.

Si la circunstancia reseñada puede situarse hacia finales de 1979 o comienzos de 1980 —como resulta de las series estadísticas disponibles—, la confirmación del fenómeno expuesto se refleja en el cuadro n.º 5, en el que se muestra la evolución trimestral de la cuota de mercado de los principales intermediarios financieros desde diciembre de 1979.

CUADRO N.º 5

CUOTA DE MERCADO

(En %)

	Banca Privada	*Cajas de Ahorros*	*Caja Postal*	*TOTAL*
1979:				
Diciembre	65,59	32,59	1,82	100
1980:				
Marzo	65,97	32,30	1,73	100
Junio	66,26	31,97	1,77	100
Septiembre	66,09	32,14	1,77	100
Diciembre	66,60	31,61	1,79	100
1981:				
Marzo	66,57	31,68	1,75	100
Junio	66,67	31,61	1,72	100

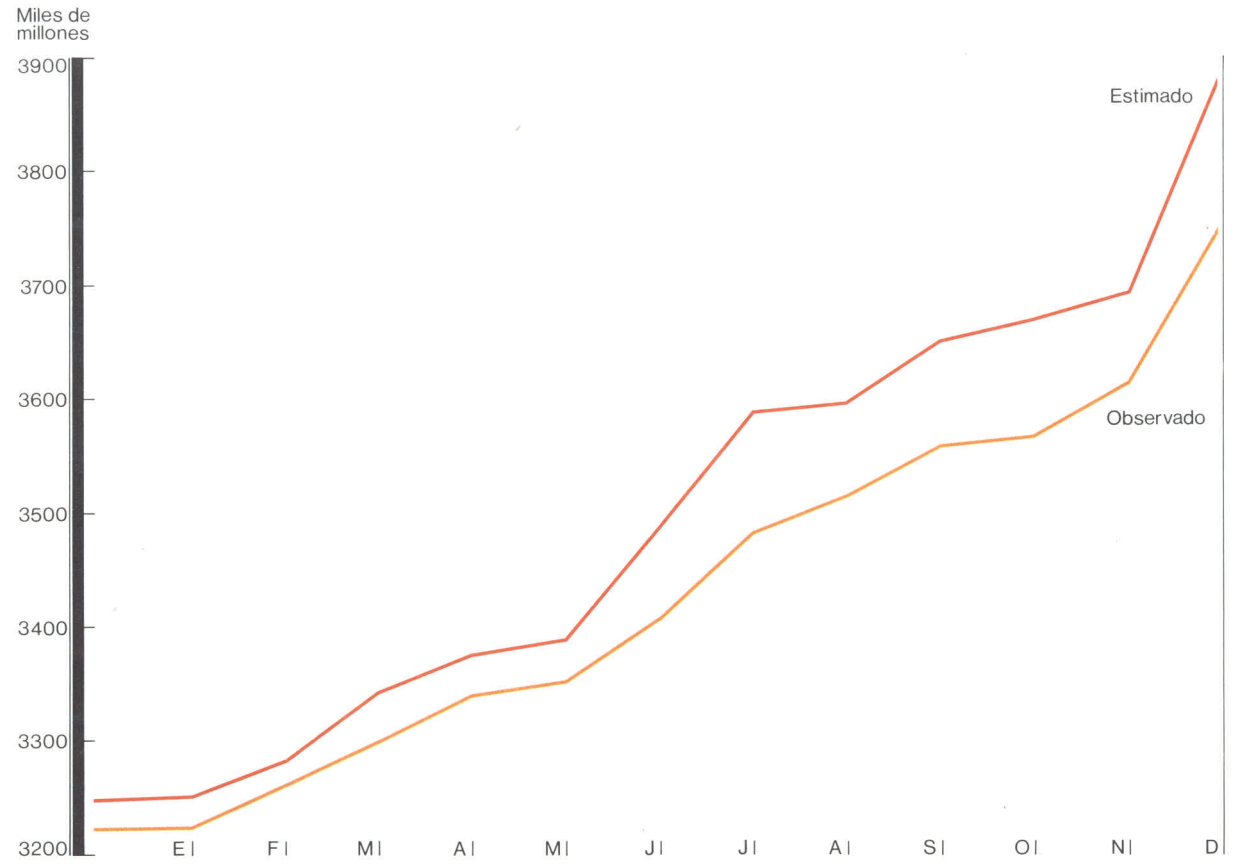
Fuente: «Informe Estadístico y Análisis de Gestión», CECA.

En él se observa que durante 1980 las Cajas de Ahorros pierden un punto en su cuota de mercado, que es prácticamente la proporción ganada por la Banca privada. A ello contribuyó probablemente la actitud de prudencia desplegada por los responsables de las Cajas para no entrar en una desenfrenada carrera competitiva que comprometiera incluso el normal desenvolvimiento de las entidades de crédito, actitud que, al no poder mantenerse indefinidamente, varió en el presente año, en el que la cuota de mercado se mantuvo en los seis primeros meses al nivel observado en diciembre de 1980. De cualquier modo, mediara o no esa actitud de prudencia por parte de los responsables de las Cajas, es apreciable la pérdida de cuota de mercado derivada de los factores institucionales reseñados.

Tal circunstancia puede asimismo contrastarse siguiendo una metodología alternativa consistente en comparar, mediante la utilización de las técnicas econométricas adecuadas, la evolución que previsiblemente hubieran seguido los recursos ajenos de las Cajas de Ahorros de continuar vigentes las tendencias existentes en el momento indicado —finales de 1979— con la serie de sus depósitos realmente observada.

Para la predicción de los recursos ajenos mensuales de las Cajas durante 1980 se aplicó un modelo ARIMA univariante, a través de las técnicas de Box y Jenkins, utilizando una serie de 96 datos correspondientes al período comprendido entre enero de 1972 y diciembre de 1979. En el gráfico n.º 1 se repre-

GRAFICO 1
TOTAL DEPOSITOS CAJAS CONFEDERADAS



Fuente: Elaboración propia.

sentan, por un lado, los valores estimados según el modelo expuesto y, por otro, los efectivamente observados en el período analizado, resultando de la comparación de ambas series una diferencia, siempre en favor de los valores previstos, que alcanzan un máximo de unos 125.000 millones de pesetas, en diciembre de 1980, lo que parece corroborar la afirmación realizada acerca de la pérdida de cuota de mercado por unas razones —institucionales— que alteraron significativamente la tendencia evolutiva hasta entonces vigente.

3. Menor rentabilidad relativa de las inversiones

El último de los problemas comentados radica en la menor rentabilidad relativa de las inversiones de las Cajas en relación con las de otros intermediarios financieros, como consecuencia tanto de circunstancias libremente decididas por sus propios responsables como, lo que es criticable, impuestas expresamente por la autoridad económica. Tres son, a estos efectos, sus causas principales:

- La dedicación, en general, a inversiones menos rentables que otras entidades financieras.
- La exigencia en las operaciones activas de menores tipos de interés que otros establecimientos de crédito, y
- La concesión de mayores plazos en cuanto a las inversiones que financian.

a) *Dedicación a inversiones menos rentables*

La tradicional dedicación de las Cajas de Ahorros a la realización de operaciones activas

menos rentables, en general, que las efectuadas por sus más directos competidores se explica fundamentalmente en razón de dos circunstancias que la determinan.

La primera de ellas es, una vez más, la elevada proporción de inversión obligatoria que soportan, a tipos de interés bastante más bajos de los que normalmente se forman libremente en el mercado.

La segunda viene dada por su apartamiento hasta fechas muy próximas de ciertas categorías de inversión que eran precisamente las más rentables en términos relativos. No se descubre nada nuevo señalando, en efecto, que las operaciones más rentables eran las del descuento de efectos y las de comercio exterior, categorías ambas expresamente vedadas a las Cajas de Ahorros hasta agosto de 1977, razón por la cual todavía hoy suponen, como podrá verse, un porcentaje muy reducido de sus inversiones, ya que, de una parte, son servicios cuyo eficiente montaje precisa de cierto tiempo y, de otra, no es fácil ni deseado trasvasar a tales fines cantidades importantes antes destinadas a financiar otro tipo de inversiones más directamente relacionadas con su clientela habitual.

b) *Menores tipos de interés*

Lo anterior se relaciona con que, además, las Cajas de Ahorros fijan a sus inversiones libres tipos de interés más reducidos que otros intermediarios financieros, como se demuestra según los datos recogidos en el cuadro n.º 6, utilizando para su confección una fuente tan autorizada como el Informe Anual de 1980 del Banco de España.

Según dicha fuente, se aprecia que los tipos nominales de las Cajas van siempre por debajo de los de la Banca privada en todos los conceptos analizados y que, concretamente, en 1980 la diferencia es mayor de tres puntos en todo caso.

Ello trae consigo que los intereses reales, que casi siempre son ligeramente positivos para la Banca privada, sean siempre negativos para las Cajas de Ahorros, excepto para la categoría de créditos en 1979 en la que el tipo real puede decirse que es nulo, de lo que en definitiva se desprende no sólo que los tipos de interés de las inversiones libres son inferiores en las Cajas, sino incluso que éstos no son relativamente elevados al estar constantemente por debajo de los niveles de inflación soportados.

c) *Mayores plazos*

Una última causa determinante de esa menor rentabilidad es sin duda la mayor amplitud del plazo al que otorgan su financiación las Cajas de Ahorros, por lo que es superior el vencimiento medio de sus inversiones. En otros términos, al ser superior la velocidad de rotación de las inversiones de la Banca privada, resulta que ésta puede adaptarse más rápidamente a la evolución alcista de los costes e ingresos financieros que se está produciendo desde hace bastantes años.

Aunque desafortunadamente no se cuenta con información precisa respecto a plazos de las inversiones de los intermediarios financieros, en el cuadro número 7 se contempla la evolución de la estructura inversora de la Banca y de las Cajas desde 1975 hasta el presente, lo cual puede servir de pauta para extraer inequívocamente una

CUADRO N.º 6

TIPOS DE INTERES NOMINALES

(En %)

	BANCA			*CAJAS DE AHORROS*		
	Efectos	*Préstamos*	*Créditos*	*Efectos*	*Préstamos*	*Créditos*
1978	13,3	13,9	14,2	11,2	10,9	12,2
1979	14,3	15,4	15,6	10,5	11,7	12,9
1980	15,0	16,2	16,7	9,9	12,3	13,4

TIPOS DE INTERES REALES (*)

1978	−0,4	0,2	0,5	−2,5	−2,8	−1,4
1979	1,6	2,7	2,9	−2,2	−1,0	0,1
1980	−0,1	−1,1	1,6	−5,3	−2,8	−1,7

(*) Los tipos reales los obtuvo el Banco de España restando de los nominales hasta 1979 inclusive la tasa de incremento de los precios al por mayor, excluida la energía, y, en 1980, por desaparición de dicho índice, la tasa de incremento de los precios industriales, también con exclusión de los de la energía.

Fuente: «Informe Anual, 1980», Banco de España.

conclusión general sobre el tema debatido.

En efecto, si se mantiene la hipótesis, nada cuestionable, de que la cartera de efectos tiene en general un plazo medio bastante reducido, y desde luego inferior al de las carteras de valores y de préstamos, del cuadro resulta que si en la Banca privada la cartera de efectos representaba en 1975 más de la mitad de sus inversiones y todavía hoy representa un 40 por 100 de las mismas, en las Cajas, por el contrario, su práctica totalidad correspondía y corresponde a las carteras de valores y de préstamos.

Puede consiguientemente concluirse que el plazo medio de las inversiones de las Cajas es mayor que el de las de la Banca privada, aunque no pueda precisarse la magnitud de esa diferencia, presumiblemente elevada. Como indicador de esa diferencia podría no obstante manejarse la información recogida en el cuadro n.º 8, en el que figura la distribución de la cartera de efectos y de préstamos de las entidades financieras, según sus plazos de concesión, considerada a finales de cada uno de los años 1975 a 1980. Como claramente se observa en dicho cuadro, más de las cuatro quintas partes de esa cartera de la Banca privada (que no debe olvidarse representaba, asimismo, más del 80 por 100 de su inversión total) tenía carácter de a corto plazo —menos de 18 meses—, mientras que en el caso de las Cajas de Ahorros es a corto plazo, menos de la tercera parte de dicha cartera y, por su parte, más del 60 por 100 de la misma es a largo plazo (es decir, a más de 5 años).

Lo cierto es, en suma, que, ya sea por decisiones queridas por sus responsables o impuestas por la autoridad económica, el total de las inversiones de las Cajas produce un tipo de rentabilidad inferior al que es común en las operaciones activas de otros intermediarios financieros, y que, si bien tal circunstancia es plenamente aceptable por lo que a las razones de propia voluntad se refiere, no encuentra justificación cuando se deriva de imposiciones legales.

IV. PRIORIDADES DE LA REFORMA PENDIENTE

Llegados a este punto, después de valorar desde la perspectiva de las Cajas de Ahorros las medidas de ordenación financiera adoptadas en enero de este año, y de examinar los principales problemas que todavía tienen planteados dentro del proceso reformador en curso, parece obligado considerar, a modo de resumen, cuáles son los principios esenciales que deben guiar en lo sucesivo la reforma del sistema financiero emprendida en 1977 y, lo que es más importante, las prioridades que, dentro del gradualismo elegido por la autoridad económica para su desarrollo, deben presidir en el futuro la reforma pendiente.

La cuestión no es compleja, aunque es ciertamente repetitiva, porque voces más autorizadas que la mía se han ocupado del tema en época reciente. Concretamente, en el número 7 (1981) de esta Revista, Manuel J. Lagares publicó un artículo sobre «La liberalización del sis-

CUADRO N.º 7

ESTRUCTURA DE LA INVERSION

(En %)

	BANCA PRIVADA				*CAJAS DE AHORROS*			
	Efectos	*Valores*	*Créditos*	*Total*	*Efectos*	*Valores*	*Créditos*	*Total*
1975	51,10	17,10	31,80	100,0	—	46,84	53,16	100,0
1976	51,66	16,94	31,40	100,0	—	47,02	52,98	100,0
1977	52,18	15,43	32,39	100,0	0,03	44,51	55,46	100,0
1978	50,95	16,92	32,13	100,0	0,50	42,95	56,55	100,0
1979	50,46	16,24	33,30	100,0	1,39	42,93	55,68	100,0
1980	43,93	15,32	40,75	100,0	1,97	42,11	55,92	100,0
1981 (junio)	39,73	15,37	44,90	100,0	2,15	41,59	56,26	100,0

Fuente: Consejo Superior Bancario e «Informe Estadístico y Análisis de gestión», CECA, y elaboración propia.

CUADRO N.º 8

CARTERA DE PRESTAMOS Y EFECTOS SEGUN SU PLAZO

(En %)

AÑOS	CORTO PLAZO (*)		MEDIO Y LARGO PLAZO (*)		LARGO PLAZO (*)
	Banca	Cajas	Banca	Cajas	Cajas
1975	82,66	21,78	17,34	78,22	67,37
1976	83,73	24,10	16,77	75,90	66,89
1977	84,12	28,40	15,88	71,60	63,37
1978	85,77	30,15	14,23	69,85	62,40
1979	85,87	30,41	14,13	69,59	62,33
1980	84,48	31,61	15,52	68,39	61,32

(*) Corto plazo - 0 a 18 meses.
Medio plazo - 18 a 60 meses.
Largo plazo - más de 60 meses.

Fuente: «Boletín Estadístico del Banco de España» e «Informe Estadístico y Análisis de Gestión», CECA, y elaboración propia.

tema financiero: Objetivos y prioridades», en el que fundamenta con rigor, por razones de política económica, la necesaria liberalización del sistema financiero, y justifica de igual modo la prelación que debe seguirse en cuanto, por este orden, a la supresión de los circuitos privilegiados de crédito, la mejora de las condiciones de concurrencia y, finalmente, la total liberalización de los pasivos de las entidades de crédito.

En el ámbito institucional, por su parte, las Cajas reiteraron dichos planteamientos con ocasión de la última Asamblea Anual de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, celebrada en Cáceres el pasado mes de junio, en la que dejaron bien sentadas, a través de las Conclusiones aprobadas, las pautas y prioridades que a su juicio deberían seguirse para ultimar la necesaria reforma del sistema financiero. En este sentido, las Cajas han defendido siempre el proceso de liberalización emprendido, pero entienden que tal proceso no sólo debe afectar por igual a las operaciones activas y pasivas, sino que además debe seguir un orden lógico de prelación.

Según ambas tesis, cuyos criterios comparto, si la crisis económica actual está básicamente dominada por el lado de la oferta, poca duda cabe de que su solución genérica consiste en elevar la eficiencia general del sistema productivo, potenciando el mercado y la competencia exterior e interna vía restablecimiento de los precios relativos adecuados, lo que en el ámbito financiero implica la necesidad de continuar la reforma, suprimiendo las trabas legales existentes y mejorando la utilización de los medios líquidos disponibles.

Pero, en esta línea, la liberalización es ilusoria mientras no se supriman por completo los coeficientes de inversión obligatoria, tanto por razones de política económica, ya que su existencia distorsiona gravemente la eficaz asignación de los recursos financieros, como por motivos de equidad, porque los mismos operan en detrimento de las Cajas de Ahorros, que soportan los niveles más elevados. En consecuencia, la reducción hasta su supresión de los canales de financiación privilegiada debe ser sin duda la prioridad fundamental de la reforma pendiente.

Sólo así, una vez suprimidos los coeficientes de inversión, es cuando debe proseguir la reforma liberalizadora, continuando por las medidas tendentes a garantizar una concurrencia competitiva y abordando en último lugar la liberalización de los tipos de las operaciones pasivas todavía sujetos a intervención. Porque, en efecto, como, dado el actual sistema de regulación de la política monetaria a través del control de las disponibilidades líquidas, el precio del dinero no decide el volumen total de los pasivos monetarios sino su distribución entre las distintas entidades de crédito, sólo mediante la equiparación previa de las condiciones de inversión y concurrencia todas

ellas estarán en condiciones similares de competencia para captar sin ventajas injustificadas los fondos necesarios para el desarrollo de su actividad financiera.

Resulta claro, en suma, que razones de equidad y de política económica aconsejan proseguir el proceso de liberalización del sistema financiero iniciado en el verano de 1977, y que tales argumentos justifican asimismo una cierta prelación de las medidas pendientes, que serían, por este orden, la reducción y equiparación hasta su supresión de la inversión obligatoria, la igualación de las condiciones de concurrencia y la liberalización de las operaciones pasivas hoy reguladas.

OPINIONES

LAS CAJAS DE AHORROS ANTE LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

Las normas fijadas por el Gobierno durante 1981 para profundizar en la liberalización del sistema financiero, han traído cambios importantes que han tenido su reflejo en el funcionamiento de las instituciones financieras, en su cuenta de explotación y en las condiciones de competencia en el mercado. Algunas de las medidas —como la vuelta al primer calendario de reducción de los coeficientes obligatorios— suponen, sin duda, un paso adelante en la racionalidad del sistema. Sin embargo, otras medidas contienen elementos que agravan la discriminación actual entre Cajas de Ahorros y Banca, a causa de la diferente proporción de recursos «cautivos» en unas y otra.

La finalidad de las siguientes páginas de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA ha sido obtener un balance entre las medidas positivas y las desfavorables, basado en la experiencia personal de un reducido grupo de profesionales. Las opiniones de los Presidentes de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y de su Consejo Superior del Ahorro, así como de varios directores elegidos entre todas las Federaciones de Cajas, proporcionan una valoración de las nuevas medidas de acuerdo con su propia experiencia, un claro diagnóstico de los principales problemas de las Cajas para concurrir en igualdad de condiciones al mercado y una opinión sobre las líneas que debe seguir el proceso de reforma.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA agradece las respuestas solicitadas y espera que su publicación contribuya a informar a sus lectores sobre la realidad del sistema financiero español y sus problemas.



1 *¿Cómo afectan a las Cajas de Ahorros cada una de las siguientes medidas contenidas en la Orden de 17 de enero de 1981 y el Real Decreto 73/1981, de 16 de enero de 1981?*

a) *Operaciones de pasivo: liberalización de tipos de interés.*

b) *Restablecimiento del calendario reductor de la inversión obligatoria.*

c) *Las medidas establecidas por el Gobierno para potenciar la financiación a largo plazo.*

d) *Las disposiciones (comisiones máximas, cumplimiento del plazo) para lograr un grado mayor de transparencia en el mercado financiero.*

2 *En su opinión, ¿cuál es el balance de un examen* conjunto *de todas esas medidas para la mayoría de las Cajas de Ahorros?*

3 *La desigualdad de trato entre Banca y Cajas de Ahorros está fuera de duda, lo que implica la existencia de problemas particulares para estas últimas entidades. ¿Querría ordenar de más a menos graves los siguientes problemas que las Cajas tienen actualmente?*

— *Desigualdad coeficiente de inversión obligatoria.*

— *Presencia de otras condiciones objetivas —además de los mayores coeficientes de inversión obligatoria— que obstaculizan la competencia en igualdad de condiciones.*

— *Menor rentabilidad relativa de las inversiones debida a las obligaciones* impuestas *por la autoridad económica.*

— *Menor rentabilidad relativa debida a decisiones* voluntarias *que, en buena parte, se deben a la filosofía social de las Cajas.*

— *La concesión de plazos mayores en los créditos otorgados por las Cajas (*).*

4 *¿Cuáles son los efectos más destacados de los problemas expuestos en la pregunta anterior (n.º 3)?*

5 *En su opinión, ¿cuáles son los* principios *que deberían guiar la reforma del sistema financiero* en el futuro?

6 *Dentro del gradualismo escogido por el Gobierno para reformar el sistema financiero, ¿qué medidas deberían tomarse y en qué orden deberían ir promulgándose?*

(*) Las respuestas a esta pregunta se incluyen en forma de cuadro-resumen al final de esta encuesta.



José Joaquín SANCHO DRONDA

Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y Director General de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y Rioja.

1 Esta cuestión se ha planteado frecuentemente en todas las ocasiones en que he tenido oportunidad de intervenir y creo que la respuesta debe ser clara y precisa.

a) Desde un punto de vista técnico, la medida de liberalizar los tipos de interés de cuentas de pasivo es totalmente acertada por cuanto que introduce criterios de racionalidad y competitividad en el mercado. Ahora bien, esta igualdad de trato institucional requiere *a priori* una igualdad de oportunidades de las propias instituciones financieras, y es obvio que las Cajas de Ahorros, por la ya conocida mayor rigidez de sus activos, no están en condiciones de encarecer su pasivo en la misma medida que pueden hacerlo los Bancos privados, Cajas Rurales y otras entidades, lo cual ha provocado una «expulsión» de parte de su ahorro hacia depósitos que podían ofrecer mayor rentabilidad al público.

Me parece ocioso insistir más sobre este tema, por ser harto conocido y expuesto en repetidas ocasiones. Si acaso, señalar que esta ausencia de igualdad de oportunidades afecta no sólo a la capacidad real de ges-

tión de las Cajas, sino a la propia transparencia del mercado, que no puede realizarse plenamente a causa de lo apuntado.

b) De forma tajante, no ha podido ser mejor acogido por las Cajas el restablecimiento del calendario reductor de la inversión obligatoria, ya que —como se sabe— este aspecto es uno de los principales nudos gordianos de nuestra problemática y del que depende, en buena medida, la actuación financiera en un mercado liberalizado.

c) Sin entrar ahora en valorar los grados de eficacia de la medida adoptada, cuyo análisis escaparía de este cuestionario, es indudable que la potenciación de la financiación a largo plazo es siempre un factor positivo y ello no sólo por una mera concepción teórica plenamente contrastada en la realidad —que de por sí serviría para justificar la medida— sino porque, concretándonos al caso español, la atonía inversora por un lado y la urgente necesidad de modernizar las instalaciones empresariales y de planificar con suficiene horizonte por otro, requiere una acción decidida en el campo de facilitar los canales de financiación. Ya repito que valorar ahora el grado de suficiencia de la disposición legal es otro aspecto del problema y que, en cualquier caso, debería valorarse en conjunción con otro tipo de actuaciones paralelas que no tiene objeto considerar aquí.

Tampoco deseo hacer referencia a la incidencia en la operatoria de las Cajas, ya que lo importante es pensar en el impacto favorable que ello puede tener en la economía nacional.

d) El hecho de deslindar claramente la significación de las comisiones como cobertura parcial del gasto de gestión, y el interés como remuneración del capital, es una iniciativa recibida con parabienes no sólo de cara a la deseada transparencia del mercado, sino además porque es un fulminante preciso para que las entidades financieras efectúen sus previsiones con elevadas dosis de tecnicismo. Por otra parte, esta parcela de la normativa legal va íntimamente ligada a la liberalización de los intereses pasivos, y es obvio que, en el caso hipotético de igualdad de tipos en los depósitos de todos los intermediarios (por razones de captación de ahorro), las Cajas no pueden corresponder con una igualdad de las tasas de interés en los activos crediticios por la razón anteriormente apuntada de la diferente estructura inversora de Bancos y Cajas.

2 Me atrevo a decir que, si bien las medidas son impecables desde un punto de vista técnico, y que este conjunto de «reglas del juego» debe ser el imperante en una economía de mercado, para la mayoría de las Cajas de Ahorros la adaptación tiene mayores costes que para otro tipo de intermediarios financieros, sobre todo si se quiere mantener una política indiscutible de prudencia financiera. No cabe duda que en el futuro se habrá podido llegar a una auténtica igualdad de oportunidades, pero es innegable que en el proceso de transición se habrá perdido una cuota de mercado cuya gradual recuperación será incierta.

En otro orden de cosas, el aspecto positivo de la transparencia de mercado se ve empañado, en parte, por el encarecimiento del dinero en unos momentos de dificultades económicas para el país, lo cual no expongo como crítica a las medidas, sino como elemento de estudio a considerar, y cuyo efecto final es prematuro predecirlo, por cuanto que el balance en este sentido hay que esperar para hacerlo definitivamente.

4 Como síntesis de los efectos producidos sobre las Cajas, cabría señalar una pérdida relativa de la cuota de mercado, una cierta indefensión ante la competencia de los mercados y, en terrenos más típicamente sociales (tradicionalmente definidores de la labor de las Cajas), un encarecimiento de la financiación global —que afecta, queramos o no, a los estratos menos favorecidos de la población—, así como una pequeña ralentización en las actuaciones claramente sociales, salvo que el mantenimiento de éstas se haga a costa de una caída sensible en la rentabilidad, lo cual es incompatible con la filosofía que impregna la actuación de las Cajas, porque no podemos olvidar que es, precisamente, la cuota de beneficios la variable que sirve para mantener y dinamizar la Obra Social.

Como no deseo dar únicamente una visión negativa, también debo decir, como contrapunto, que este endurecimiento de la competencia ha estimulado aún más, si cabe, a la reestructuración de las formas de gestión de las Cajas, sobre todo en aspectos que, hasta ahora, eran considerados de orden secundario. Por otra parte, y finalmente, la clarificación financiera es un logro nada desde-

ñable y digno de un comentario elogioso.

5 Si nos movemos en el campo de los principios, y por no alargar excesivamente la respuesta, expondría unos puntos aparentemente muy elementales pero que constituyen, a mi juicio, la piedra angular del futuro sistema. En primer lugar, estimo que deben acompasarse la liberalización del sistema financiero y la consecución del objetivo de un sector real acorde con el modelo de economía de mercado, ya que sólo entonces ambos sectores podrán tender hacia el deseado equilibrio global de la economía (el comportamiento de los mercados monetarios y/o financieros no puede ser contemplado independientemente de los mercados de bienes y servicios).

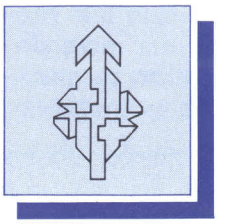
En segundo lugar, tengo que referirme forzosamente a otro principio básico, hacia el cual se camina desde luego, y es el de igualdad de condiciones u oportunidades ante el mercado, cuya definición no precisa de aclaraciones.

Por último, consolidar gradualmente el conocido principio de transparencia de mercado, que por insistentemente repetido no debe dejarse de mencionar. Creo que en este punto, las Cajas siempre han procurado un fiel cumplimiento, por lo que abogar en este sentido no supone nada nuevo.

En definitiva, sería apelar a un solo principio rector de todas las actuaciones: la racionalidad inherente a una economía competitiva, lo cual no quiero se interprete como la defensa de un liberalismo a ultranza —nada más lejos de mi intención— sino, más bien, como el deseo de que se cumpla un requisito imprescindible para que pueda hacerse realidad el modelo de economía que propugna la propia Constitución española.

6 Aunque tenga mi propia opinión sobre el tema, no sé si es oportuno pronunciarme sobre una cuestión que compete a las autoridades económicas del país, las cuales, por otra parte, disponen de la situación global de cada momento como marco básico de referencia. Esto, desde luego, no es evadir la respuesta, sino situar las cosas en el punto que deben estar.

De cualquier forma, las medidas a tomar y sus prioridades deberían tender a la consecución de los objetivos que ya he expuesto en apartados precedentes. La concreción puntual de las mismas dependerá, como es lógico, del desenvolvimiento general de la economía española y de los indicadores que se desprenden de la misma. Mi opinión general al respecto creo que ha quedado suficientemente aclarada en todo el cuestionario, y de éste puede desprenderse lo que sería o podría ser un calendario de actuación.



Eusebio DIAZ MORERA

Presidente del Consejo Superior del Ahorro y Presidente de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Barcelona.

1 *a)* En cuanto a operaciones de pasivo, las medidas recientes supondrían, pienso, un encarecimiento del pasivo debido al progresivo deslizamiento del ahorro a la vista hacia los primeros tramos de plazo liberalizados.

b) El restablecimiento de los ritmos de reducción de los coeficientes de inversión obligatorios mejorará indudablemente el interés medio de las operaciones de activo al aumentar la proporción de las operaciones contratadas a tipos de mercado, permitiendo igualmente consolidar la atención a la clientela tradicional y, en general, una profundización de la vinculación de las Cajas con su territorio.

c) Las medidas establecidas por el Gobierno para potenciar la financiación a largo plazo a través del coeficiente específico creado a tal efecto no creo que tengan una incidencia importante para las Cajas de Ahorros que, generalmente, han venido operando a plazos largos en sus inversiones más tradicionales, es decir, compra de valores de renta fija y préstamos para la adquisición de vivienda.

d) Por fin, en cuanto a las acciones orientadas a lograr un mayor grado de transparencia,

creo que, en efecto, tenderán a ir disciplinando progresivamente a aquellos ahorradores que deseen interrumpir sus imposiciones a plazo, ya que las instituciones deberán exigir la aplicación de comisiones de penalización.

2 El balance de las medidas objeto de comentario es, en cuanto a su dirección, globalmente positivo, aunque su instrumentación pone de manifiesto algunos aspectos negativos para las Cajas de Ahorros que deben ser motivo de su atención preferente.

El balance general es positivo por cuanto el conjunto de las medidas señaladas tiende a un incremento de la competencia dentro del sistema financiero, lo cual ha de redundar en más y mejores servicios tanto para los ahorradores como para los usuarios del crédito, fundamentalmente economías familiares y empresas.

Sin embargo, las Cajas de Ahorros pueden verse afectadas negativamente a corto plazo por tales medidas en tanto que la liberalización de intereses pasivos, recientemente establecida, no encuentra una adecuada posibilidad de compensación en el activo, acentuando el desequilibrio estructural de las Cajas de Ahorros. No ha existido, quizá, un análisis suficiente del impacto que en las Cajas de Ahorros tales medidas pueden producir.

4 La consecuencia fundamental de la situación anteriormente descrita es un incremento en el desequilibrio del Balance de las Cajas de Ahorros, cuyos activos están fundamentalmente constituidos por operaciones de crédito y títulos de renta fija, concertados a plazos largos y, en consecuencia, de baja rotación; de baja rentabilidad, por tratarse de operaciones antiguas; y con poca o nula capacidad de movilización, debido a la ausencia de mercados secundarios suficientes.

Por el contrario, los pasivos de las Cajas, sometidos a la presión del actual proceso de desintermediación, van encareciéndose en coste y sus plazos acortándose.

En consecuencia, o las Cajas de Ahorros pueden ver limitadas sus posibilidades de competencia en el mercado de captación o, alternativamente, verse afectadas por un proceso de reducción de la rentabilidad, o ambas cosas a la vez. A esta amenaza habría que añadir un preocupante aumento de los costes de transformación, cuya tendencia en los últimos años apunta a cifras porcentuales difícilmente compatibles con la competencia que ya se adivina en el mercado de inversión y de captación.

5 Los principios, en los que asentar la reforma del sistema financiero en el futuro, son básicamente los mismos que los que la han gobernado hasta ahora; es decir, liberalización de los tipos de interés, reducción de la financiación privilegiada, equiparación operativa y del control de todas las entidades de crédito.

Sí me gustaría, no obstante, insistir en la necesidad de analizar con más detalle los problemas específicos de las diversas instituciones y de darles un trato equitativo en función de los compromisos históricamente adquiridos cuando la política de intervención sobre el sistema financiero era más severa y de la cual las Cajas de Ahorros fueron instrumento primordial.

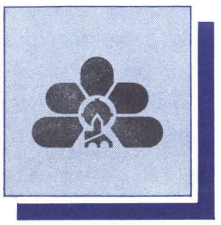
Desde un punto de vista general, las Cajas de Ahorros deben estar dispuestas a apoyar cualquier iniciativa que permita ampliar el volumen de financiación a largo plazo, afectado por las altas y variables tasas de inflación.

En este sentido, me parece de especial importancia de cara al futuro la potenciación de la parcela del sistema financiero no comprendida en el sistema crediticio, es decir, los mercados secundarios, de cuyo dinamismo y vigorización dependen las posibilidades de las propias entidades de depósito para resolver algunos de los problemas hasta aquí planteados.

6 Algunas medidas que podrían adoptarse serían:

1. Tratamiento específico de las carteras antiguas de valores de renta fija y de los créditos hipotecarios a tipos subvencionados.
2. Igualmente, el desarrollo reglamentario del mercado hipotecario en términos viables para las entidades que tradicionalmente y por vocación han de mantener un protagonismo en dicho mercado, es decir, las Cajas de Ahorros.
3. Progresiva sustitución de los coeficientes de inversión de las instituciones crediticias por mecanismos voluntarios que aporten financiación a largo plazo. El ahorro contractual, es decir, las entidades aseguradoras, fondos de pensiones, fondos de inversión, etc., están llamados a jugar un papel más

significativo como partes integrantes del sistema financiero.



José Luis RUBIO VIRSEDA

Presidente de la Comisión de Control de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y Director General de la Caja de Ahorros Municipal de Bilbao.

1 *a)* Con encarecimiento del ahorro a plazo y también del resto de los ahorros por la reducción de sus saldos sin una reducción paralela de la operatoria que generan.

Con un cambio de la estructura del pasivo de las Cajas, que en el caso del ahorro a plazo y el ahorro ordinario, cada vez se acerca más a la de la Banca, manteniendo ésta su ventaja en cuentas corrientes.

Con una pérdida de nuestra cuota de mercado, e incluso con una pérdida de nuestra imagen de entidades protagonistas en el ahorro de los particulares.

Con un acortamiento de los plazos de colocación como incentivo adicional a la captación de recursos.

b) Obligándonos a reestructurarnos y a crear nuevos servicios que nos permitan encauzar adecuadamente los flujos adicionales de inversión libre que esta reducción supone. Este proceso podría estar más motivado y mejor dimensionado con una mayor aceleración en el ritmo liberalizador.

c) Aunque es parte de nuestra inversión histórica, nos resta un mercado tradicional por la obligatoriedad de la Banca de cubrir este coeficiente, pero es correcto dentro de una liberalización del mercado financiero, aunque sería deseable que esto se produjera dentro de una verdadera equiparación.

d) Ayudaría a las Cajas al clarificar el mercado, y los métodos «oscuros» de la competencia. Sería deseable una liberalización de las comisiones, al objeto de asignar en la partida adecuada los costes de administración que generan las operaciones, lo cual daría una imagen más precisa de la composición de los costes financieros de los servicios.

2 Pérdida de rentabilidad.

Los costes de pasivo han aumentado en todas direcciones (el ahorro a plazo, fruto de la liberalización y el ahorro ordinario y cuentas corrientes, por la reducción de su crecimiento sin una reducción paralela en su operatoria).

Esta equiparación a efectos de pasivo, que nos ha afectado por igual a Cajas y Bancos, no ha sido compensada por una equiparación del activo, ya que al 31 de octubre de 1981 nuestro coeficiente de inversión obligatorio era del 56 por 100, mientras que para la Banca era del 32,90 por 100.

Además, toda pérdida de rentabilidad lleva aparejada una reducción en los sistemas de crecimiento y expansión que tiende a disminuir nuestra cuota de mercado. También puede producir, de forma notoria, una desaceleración muy importante en el ritmo de crecimiento y expansión de nuestra acción social.

4 Además de los indicados en los puntos anteriores, la afectación a la finalidad de las Cajas —servir a la comunidad— ya que más del 50 por 100 de su posible actuación está regulada y predirigida, limitando nuestras posibilidades en la aplicación de medidas de eficacia social y económica.

Por otra parte, existe un reconocimiento de nuestro papel como entidades financieras de prestación de servicios universales, y de proyección social.

5 El sistema financiero debe ser un instrumento adecuado para una correcta asignación de los recursos económicos y financieros del país, lo cual supone que su reforma debe ir dirigida a hacerlo flexible, dinámico, competitivo y de escaso coste social.

Flexible, con la reducción por parte de la Administración del control directo, potenciando el control indirecto a través de exigencias de equilibrios financieros y garantías que aseguren una gestión eficaz.

Dinámico, con la supresión de los coeficientes de inversión obligatoria, creando mecanismos de subvención oficial a los costes financieros de los sectores preferentes, subvenciones que podrían ser financiadas por medio de la imposición fiscal de las entidades financieras.

Competitivo, con la total igualdad en las oportunidades de inversión, y una equiparación en el trato de la Administración

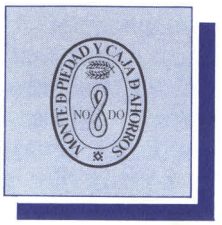
que debe aplicar a los intermediarios financieros (públicos y privados) un criterio equitativo en la asignación de responsabilidades sociales y políticas.

6 1. Remunerar a precios próximos a los de mercado a los fondos públicos, depósitos y créditos obligatorios de la Banca y Cajas de Ahorros.

2. Acelerar el proceso de desarrollo y creación de nuevos canales e instrumentos de financiación, y especialmente del mercado hipotecario.

3. Exigir el cumplimiento de plazos y precios en las operaciones pasivas de las entidades de crédito.

4. Adecuar el crédito oficial en la financiación del proceso de nuestra reconversión industrial sobre la base de emisiones públicas a precio de mercado.



Juan Pedro ALVAREZ JIMENEZ

Director General del Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Sevilla.

1 *a)* La medida de liberalización de tipos pasivos de interés a partir de seis meses ha venido a dar carta de naturaleza a lo que ya era habitual en las actuaciones de la Banca privada, no así de las Cajas, por lo que es evidente el mayor coste que para éstas supone, con independencia de la bondad de la medida dentro de un proceso liberalizador.

b) El aumento en la reducción de coeficientes viene a restablecer lo dispuesto en 1977 y posteriormente congelado, lo que representa una cierta compensación a las consecuencias desfavorables padecidas con anterioridad. En cualquier caso, su incidencia positiva en la cuenta de resultados es mucho más lenta que la influencia negativa a que da origen la liberalización de tipos pasivos.

c) Las Cajas venían atendiendo ya la financiación a largo de manera importante, siendo positivo el haber introducido la posibilidad de aplicar tipos de interés variable, así como hacer extensiva esta obligación a la Banca (a pesar de que se vuelva a discriminar a las Cajas en el porcentaje), si bien existe el peligro de que ésta destine la inversión a largo plazo exclusivamente a las empresas de sus grupos, que prácticamente ya la tenían a través de las renovaciones sucesivas de sus pólizas de crédito, con lo que la pretendida eficacia de la medida para la economía en general se vería sensiblemente reducida.

d) Teóricamente, estas disposiciones deben dotar de una mayor transparencia al mercado financiero y esto será así si la autoridad monetaria ejerce paralelamente un control adecuado sobre el cumplimiento de las normas, que evite posibles distorsiones.

2 De un análisis global de las medidas de liberalización pueden inferirse aspectos positivos y también negativos para las Cajas de Ahorros, aunque la incidencia de estos últimos es más fuerte, al menos a corto plazo, y ello por una razón fundamental: la libertad de tipos para operaciones pasivas afecta a una gran parte de los depósitos de las Cajas y tiene aspectos inmediatos de incremento de costes sobre la cuenta de resultados. Por el contrario, el aumento de productos por la aceleración de la reducción de coeficientes o el leve incremento de tipo de operaciones computables, incidirá muy lentamente en los resultados, debido al plazo medio de maduración de los créditos.

De ahí que la liberalización haya adolecido de un grave defecto, desde el punto de vista de las Cajas, al hacer coincidir la mayor reducción de coeficientes con la libertad de tipos pasivos, lo que sólo debe efectuarse cuando el proceso de reducción de coeficientes haya producido, si no una supresión total de los circuitos privilegiados (objetivo a alcanzar en buena lógica), sí al menos una equiparación de tales coeficientes entre todos los intermediarios financieros, que no rebaje la capacidad de competencia de las Cajas de Ahorros (situación que no debe permanecer si realmente existe una voluntad liberalizadora congruente con los principios en que debe inspirarse dicho proceso).

A estas consideraciones habría que añadir la multiplicidad de convenios que la Administración «ofrece» a las Cajas, para el establecimiento de financiaciones privilegiadas o subvencionadas hasta tipos inferiores a los de mercado, que vienen a representar nuevos subcoeficientes encubiertos que compensan negativamente los efectos positivos de las medidas de liberalización.

4 Los efectos más destacados de algunos de los problemas señalados son, evidentemente, la desigualdad de las Cajas en cuanto a las posibilidades de concurrencia en el mercado financiero, lo cual implica una pérdida de cuota de mercado más o menos importante en función del mayor o menor coste del pasivo que las Cajas estén dispuestas a asumir, viéndose afectadas, por tanto, sus cuentas de resultados y, consiguientemente, sus recursos propios y sus obras sociales, por lo que indirectamente se está produciendo un perjuicio a las capas más débiles de la sociedad, que son las que constituyen la clientela más numerosa de las Cajas y los destinatarios de sus realizaciones sociales, lo cual resulta no sólo paradójico, sino preocupante.

Una acción que podía haber paliado estos efectos negativos podía haber sido la sustitución de fondos cautivos de escasa rentabilidad de las Cajas por otros de rentabilidad superior, medida complementaria que hubiera compensado en parte la carga que supone la desigualdad de coeficientes, pero esto no se ha abordado, ya que el tímido intento iniciado no puede considerarse significativo en absoluto.

5 Con carácter absolutamente prioritario, la reforma debe proseguir su línea liberalizadora, acometiendo la reducción de los coeficientes obligatorios, como mínimo hasta que su nivel se iguale entre todas las instituciones que forman parte de nuestro sistema financiero.

Una vez consumada esta acción y producido su efecto, podrían ponerse en marcha otras medidas liberalizadoras, como la ampliación de libertad de tipos para operaciones pasivas, enmarcado todo en un sistema de vigilancia y control que evite con firmeza actuaciones aisladas que puedan suponer una distorsión en el sistema.

6 La respuesta a esta pregunta la estimo contestada por entender que es común a la anterior.



Rafael CLAVIJO GARCIA

Director General de la Caja General de Ahorros de Santa Cruz de Tenerife.

1 *a)* La liberalización de tipos de interés que, en un marco de igualdad de tratamiento de las entidades financieras en lo referente a sus inversiones obligatorias, no hubiera representado ninguna discriminación entre Cajas y Bancos; al no ser así, nos ha puesto en una situación de desventaja con respecto a los mismos sólo superable con una austera política gerencial que permita ofrecer a nuestros tradicionales clientes créditos y préstamos a tipos aún aceptables.

b) El proceso de reducción es necesario, por cuanto es conveniente alcanzar niveles de inversión obligatoria equivalentes a los de las demás entidades financieras, que permitan una cierta libertad de acción en los mercados financieros para hacer frente a la libertad alcanzada en el mercado de depósitos.

c) La situación económica nacional e internacional presiona en los mercados financieros de tal forma que ha hecho desaparecer prácticamente la financiación a largo plazo. Creo que es una medida de solidaridad nacional de apoyo a la inversión empresarial que nuestra Caja ha afrontado desde su fundación, ya que tradicionalmente la mayoría de nuestros créditos son a medio y largo plazo.

d) Unas disposiciones necesarias, pero que se necesita que se hagan cumplir, para que la actividad financiera discurra por un marco de competencia transparente, obteniendo una disciplina del mercado que resalte la incorrecta actuación de algunas entidades que, no dudamos, terminaron siendo gestionadas por el FGD.

2 En su conjunto, plantean un equilibrio alcanzable. Al transcurrir el tiempo e igualarse la inversión obligatoria, no cabe duda que no existirán diferencias entre las entidades financieras y que tan sólo el fin o filosofía de cada entidad (existan o no accionistas) será su carácter diferenciador. En este momento, tan sólo razones de eficacia y competencia serán las que determinen la supervivencia e importancia de las distintas entidades financieras y no otras razones ajenas a las mismas.

4 1. La reducción de los recursos de libre aplicación, que presiona al alza los tipos de interés aplicable a los mismos, con el consiguiente perjuicio para el sector no privilegiado.

2. Independientemente de lo indicado en los demás aparta-

dos, resaltaría la dificultad que supone esta falta de rentabilidad para cubrir unos costes de transformación en alza inflacionaria.

3. En especial resaltaría la presión que sobre los mercados monetarios tiene la financiación del déficit presupuestario.

4. La dificultad de hacer frente a sus compromisos por parte de entidades privilegiadas recae en mayor medida sobre el resto de los prestatarios, que deben ser forzosamente solidarios pues sobre ellos recaen las consecuencias de la pérdida de la velocidad de rotación del dinero.

5. Esta situación cada vez tiene menos peso y hay que pensar que si se realizan es porque es un atributo de la imagen de las Cajas que se desea mantener.

5 1. Igualdad de tratamiento de las entidades financieras.

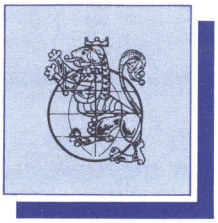
2. Sistemas de control sobre disposiciones del Banco de España.

3. Seguridad y garantías.

6 1. Ampliación de los activos financieros.

2. Desaparición paulatina de los controles *a priori* de las actividades financieras.

3. Posibilidad de mayor competencia en los mercados monetarios en igualdad de condiciones.



Luis GOMEZ-LUBEN PUENTE

Director General de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de León.

1 *a)* La liberalización de los tipos de interés bajo las condiciones reguladas, vino a dar soporte legal a lo que hasta entonces constituía, en gran medida, práctica habitual de muchas instituciones, permitiendo, en consecuencia, a las Cajas acudir al mercado con mayores grados de realismo. Ello ha comportado consecuentemente una subida importante en el coste de captación de recursos, paliado, en parte, por la no liberalización de los depósitos que forman el epígrafe Ahorro Vista.

b) Bajo el criterio inspirador de lo que viene en denominarse Ordenación del Sistema Financiero, el restablecimiento del calendario para reducir los Coeficientes de Inversión Obligatoria ha venido a recuperar una posición perdida por medidas de carácter coyuntural. Asimismo, tanto la gradualidad del calendario como la propia posición final que se alcance, continúa siendo desigual según el tipo de instituciones que se consideren. Su operatividad, en fin, ha sido mermada por el establecimiento, con rango de Real Decreto, de un nuevo depósito obligatorio que podrá liberarse por operaciones de financiación a largo plazo.

c) Las medidas que se consideran hay que situarlas en el contexto general de la crisis económica. Los cambios tecnológicos, la modificación de los precios relativos de los factores, la elevada tasa de inflación y el grave problema del paro, junto con otras importantes cuestiones de carácter institucional, conforman un conjunto de notas de permanencia que es difícilmente modificable de una manera eficaz con una actuación aislada en cuanto a potenciar la financiación a largo plazo. Desde esta posición de escepticismo, se apuntan aspectos favorables como aproximarse a la realidad del mercado y establecer el sano principio de la subvención transparente de los tipos de interés en préstamos para vivienda; sin que ello quiera decir que se haya clarificado el tema de la financiación de la vivienda. Asimismo, las propias Cajas ya venían financiando a medio y largo plazo, por lo que, en buena medida, el resultado que hasta ahora se observa es el de haber colocado un nuevo coeficiente que requiere unas intervenciones de carácter administrativo.

d) La opinión es favorable, dada la enrarecida situación de partida. En las cancelaciones extemporáneas se aprecian dificultades técnicas en determinados supuestos.

2 Se destacan, en primer lugar, los efectos positivos de clarificación y avance relativo bajo criterios de mercado. Aun cuando los resultados de este importante bloque de medidas, dentro de la senda de la ordenación del sistema financiero, podrán medirse a través de la Cuenta de Resultados del presente ejercicio y de las corres-

pondientes a 1982 y 1983. Al incremento previsiblemente superior en un punto del coste de los recursos, hay que añadir la atonía inversora y el importante volumen de fondos que las Cajas tienen en sus Carteras de Préstamos y Valores, en plazos y condiciones distintos a los actuales. La ausencia de equilibrio entre las masas financieras recibidas y colocadas en términos de precio y plazo junto con las dotaciones a Fondos de Previsión y los compromisos de mantenimiento adquiridos con la Obra Social afectarán, en gran medida, a las Cuentas de Resultados de las Cajas en los tres ejercicios citados.

4 Con carácter general, habría que avanzar en la definición de las Cajas como intermediarios financieros que actúan en igualdad total de condiciones con el resto de concurrentes al mercado, salvando la vocación regional de las Cajas. De forma particular, y bajo las condiciones actuales, al margen de la definición apuntada, los cinco problemas señalados en la pregunta anterior discriminan en contra de las Cajas en términos de Cuenta de Resultados, menores posibilidades de diferenciar el riesgo, dada la estrechez y los aspectos consuetudinarios creados por el anterior sistema financiero, menor preparación profesional y técnica de las Cajas, agobios en los coeficientes de garantía y solvencia, en lo que puede incidir también la menor capacidad de las Cajas respecto a la Banca en cuanto a captar recursos (aumentos de capital, entre otros).

5 Dado que se parte de una definición constitucional de economía de mercado, lógicamente, los principios de transparencia, igualdad, libertad y justicia, que habrán de ser aplicados con el gradualismo propio de la situación.

6 La ordenación del conjunto de la Deuda Pública, diferenciando la parte de deuda que constituye medidas de control monetario de la afecta a situaciones presupuestarias. Desarrollar las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y en el mercado hipotecario. Reestructuración del crédito oficial acorde con lo que se está realizando para el resto de las instituciones, posible concentración del crédito oficial en el Banco de España y actuación del Banco emisor como ejecutor de la política monetaria, superando las tensiones institucionales que se producen, en un afán de alcanzar la coherencia necesaria para no propugnar un sistema de mercado al tiempo que se desarrolla un importante circuito de Deuda Pública, o se crean intervenciones sectoriales vía subcoeficientes de inversión o el coeficiente de caja pierde su estricta función de liquidez.



Emilio NIETO DIEGO

Director General de la Caja de Ahorros de Santander y Cantabria.

1 *a)* La liberalización de tipos de interés ha venido a clarificar una situación real que hasta ahora beneficiaba tan sólo a los Bancos, por su peculiar forma de actuación.

El dinero ha sufrido un encarecimiento, lo cual afecta muy especialmente a la clientela de las Cajas, tradicionalmente beneficiaria de bajos tipos de interés en préstamos y créditos.

b) En el momento actual, y en función de la liberalización de tipos de interés, esta medida es obligada, aunque repercutirá en una atención menos privilegiada para préstamos y créditos a los sectores económicos tradicionalmente atendidos por las Cajas.

c) A nivel de nuestra Caja, no parece tengan una gran incidencia, puesto que, al menos hasta el momento, viene otorgando plazos amplios.

d) La transparencia en la aplicación de comisiones es positiva por lo que de libertad, dentro del máximo, comporta.

2 Es posible que la liberalización del sistema financiero, en el grado aplicado, pueda ser positiva, por lo que de clarificación ha supuesto en general.

No obstante, en el camino futuro a recorrer habrá que actuar con la máxima prudencia, puesto que un cambio en la coyuntura, o una estabilización económica, podría suponer el inicio de una carrera competitiva que sería negativa para las Cajas.

Por ello, se requiere una permanente vigilancia, sin olvidar los potenciales económicos de la Banca y de cada una de las Cajas individualmente, así como sus ámbitos de actuación.

4 Se intenta contestar en la pregunta número 5.

5 1. Mantener e incrementar en lo posible la liberalización del sistema, buscando la mejor y más deseable competencia entre las entidades de crédito.

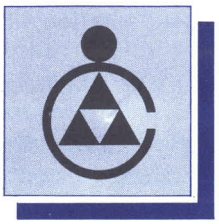
2. En consecuencia, equiparando a las entidades en los coeficientes de inversión obligatoria.

3. Llevándolo a efecto, desde el ángulo de las Cajas, con prudencia y quizás sin demasiada precipitación.

4. Sin poder olvidar que ha sido deseable, continúa siéndolo y pudiera ser que en el futuro lo sea aún más, el que exista alguna diferenciación entre Bancos y Cajas, no por razones puramente operativas, sino por los elementos que han constituido su creación y las finalidades que han de atender.

5. De otro lado, llevar hasta sus últimas consecuencias la liberalización propuesta podría ocasionar grandes reacciones, porque llegaría a pensarse que estaban desapareciendo los circuitos privilegiados de financiación, que bien es sabido que existen de hecho en todas partes, y por supuesto en cantidad de países occidentales.

6 Se ha intentado contestar en la pregunta número 5.



Francisco OLIVER NARBONA

Director General de la Caja de Ahorros de Alicante y Murcia.

1 Respecto de las medidas de reordenación del sistema financiero promulgadas en enero del presente año, creo que es conveniente diferenciar dos aspectos del análisis en que las mismas están afectando y van a afectar a las Cajas. Por una parte, se detecta una voluntad de continuar el camino de la liberalización del sistema financiero, aspecto éste que considero positivo, sobre todo si fuera acompañada de una mayor libertad para el resto de los mercados; no obstante, creo que hay que seguir profundizando hasta crear las condiciones objetivas de competencia real que hoy no existen.

En relación con las cuestiones concretas abordadas por las disposiciones citadas y que son el objeto concreto de la pregunta, parece claro que en lo relativo a los tipos de interés pasivos el resultado de las medidas ha sido un encarecimiento de los recursos, no ya tanto como consecuencia de las variaciones respecto de las disposiciones precedentes, sino como consecuencia del clima publicitario que rodeó la promulgación de la Orden de 17 de enero. El restablecimiento del calendario reductor de los coeficientes de inversión obligatoria ha tenido una doble vertiente positiva para las Cajas; por una parte, permite la disponibilidad creciente de inversiones cuya remuneración se adecúa más al coste real del dinero, y, por otra, facilita la atención de las Cajas a los sectores que le son más próximos como consecuencia del incremento de los fondos de libre disposición.

Las medidas sobre financiación a largo plazo estimo que no han tenido una incidencia muy grande, por cuanto ha sido una constante vocacional de las Cajas que el plazo largo estuviera presente en sus inversiones crediticias.

Finalmente, las medidas tendentes a dotar de transparencia a este mercado han sido asumidas muy favorablemente; éstas han de permitir que paulatinamente se autofinancien los servicios y disminuya el coste del dinero para el sector real de la economía. No obstante, los hábitos de las clientelas no son fáciles de cambiar y, en este sentido, la implantación de la tarifa de comisiones encuentra dificultades que esperamos superar a medio plazo.

2 Esta pregunta creo que también tiene dos respuestas. Por una parte, el balance es positivo si aceptamos que es más importante el sentido de la marcha que la velocidad de la misma. Por ello, ya se señalado que todo lo que sea aproximarse a condiciones objetivas de competencia real es favorable.

Ahora bien, la valoración de las medidas concretas debe ser matizada. Es positivo restablecer el calendario reductor de los coeficientes, pero es muy negativo para las Cajas que se vaya a mantener la estructura final prevista de los coeficien-

tes, por cuanto es mucho más pesada la de las Cajas que la del resto de los intermediarios que operan en el mismo mercado; también hay que tener en cuenta que el plazo de adaptación supera los dos años y que, además, el activo actual de las Cajas soporta operaciones anteriores a plazos largos y baja rentabilidad.

Este es sólo un ejemplo. Por ello, como valoración global, creo que todo lo que no sea fijar un calendario razonable que establezca la igualdad de condiciones para competir —igualdad de todo orden— significa quedarse a medio camino del óptimo.

4 En mi opinión, la respuesta está implícita en la propia enumeración de la problemática descrita. El resultado es una menor rentabilidad relativa de las inversiones de las Cajas y, en consecuencia, la imposibilidad de contratar operaciones pasivas a tipos que sí son accesibles para otras entidades crediticias.

5 Ya me he manifestado en ese sentido; creo que la libertad dentro del mercado es imprescindible, pero ésta no puede ser real sin condiciones de igualdad respecto de las entidades competidoras.

En consecuencia, el primer principio para la reforma del sistema financiero sería crear las condiciones de *igualdad.* Conseguida ésta, debe profundizarse en la liberalización, no sólo del sistema financiero, sino de toda nuestra economía.

6 Lo anterior responde en parte a esta pregunta.

Ha de establecerse, primero, igualdad de los coeficientes de inversión obligatoria de todos los intermediarios, y en los tipos remuneradores de los mismos. Hay que eliminar el resto de condiciones que dificultan la competencia entre las entidades concurrentes.

Finalmente, debería dotarse al sistema de mayor libertad; libertad que fundamentalmente afectaría a los tipos activos y pasivos todavía regulados y a la posibilidad de creación de nuevos productos y servicios financieros.

Una vez creadas estas condiciones, cada entidad podrá, en función de sus principios, marcarse unos objetivos y una estrategia para alcanzarlos.



Mateo RUIZ ORIOL

Director General de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid.

1 Las medidas de enero de 1981 no pueden analizarse fuera del proceso liberalizador del sistema financiero, iniciado en 1977, en el cual se preconiza la libertad de mercado, la cual requiere una igualdad en la situación de las entidades, hecho que no se da ni en la situación de partida, ni en el período de acomodación.

La liberalización de los tipos de interés de determinadas operaciones de pasivo, con todo lo positivo que trae cualquier medida liberalizadora, no lo es tanto para las Cajas, pues parten de unos peores condicionantes de colocación de fondos captados, frente a los de otros intermediarios financieros. Sin embargo, hemos de reconocer que ha sido positiva para las Cajas la recuperación del ritmo de reducción de los coeficientes obligatorios de inversión; aunque al final de este proceso reductor seguirán existiendo desigualdades entre entidades.

Si la financiación a largo plazo es totalmente necesaria en condiciones normales, lo es más en épocas de crisis. El hecho de que sólo una parte de las entidades financieras españolas (las Cajas de Ahorros) dedicasen una parte considerable de sus depósitos en colocarlos a largo plazo, no sólo por imperativos legales, sino especialmente, por vocación social, presentaba dificultades a las Cajas para su acomodación al mercado. Por ello, hay que considerar positivamente el hecho de que todas las entidades financieras participen en el mantenimiento del mercado a largo plazo.

Las disposiciones sobre comisiones máximas y cumplimiento de plazos hay que considerarlas como positivas, ya que ayudarán a dotar de transparencia al mercado, de forma que se pueda saber con claridad las condiciones que presenta cada entidad financiera para la prestación de sus servicios.

Consideramos que establecer un mínimo de un millón de pesetas para los certificados de depósito es discriminar en contra de los ahorradores medios, mientras que el Proyecto de Ley de Presupuestos para 1982 fija para la desgravación fiscal del ahorro, un importe máximo de

500.000 pesetas, precisamente en defensa del pequeño ahorro.

2 Frente a las dificultades de las Cajas para enfrentarse a una liberalización del mercado, como ya se ha indicado, las medidas de enero de 1981 nos parecen positivas en su conjunto.

4 En nuestra opinión, los efectos más destacados podrían ser:

— Menor rentabilidad de los activos, que dificulta las retribuciones de los pasivos demandadas por el mercado, salvo que se hagan recaer en su totalidad sobre las cuentas de resultados, apareciendo en estos casos graves riesgos de descapitalización por disminución de la autofinanciación, y sin olvidar la importancia que tienen las reservas de las Cajas, como seguridad de sus depósitos.

— Vencimientos medios de los activos superiores a la media del mercado, lo que dificulta la adaptación a las características de un mercado cambiante.

5 Encontrar un punto de partida en donde todas las entidades financieras tuvieran las mismas limitaciones y las mismas libertades, dentro de los objetivos económicos y sociales del país, de forma que cada una de ellas pudiese elegir la parte del mercado que considere más acorde con su filosofía, vocación y objetivos, y todo ello dirigido a que las Cajas sigan con su finalidad de fomento del ahorro y financiación de la familia y de las pequeñas y medianas empresas.

6 Dentro de los objetivos económicos y sociales del país, las medidas que consideramos, en nuestra opinión, para la reforma del sistema financiero, se pueden concretar en:

— Medidas que tiendan a igualar al máximo las condiciones de concurrencia al mercado.

— Propiciar la disminución de los costes de intermediación.

— Una mayor atención al mantenimiento de la disciplina y transparencia del mercado.

"la Caixa"

José VILARASAU SALAT

Director General de la Caja de Pensiones para la Vejez y de Ahorros de Cataluña y Baleares.

1 *a)* Es una tendencia inevitable a largo plazo. Evidentemente benefician al ahorrador aunque no puede asegurarse lo mismo del inversor.

A las Cajas, que tienen su activo invertido a largo plazo, en hipotecas (10 a 12 años), créditos personales a familias (3-6 años), a la industria y la agricultura (5-7 años) y a valores de renta fija (10-20 años), les puede perjudicar hasta el punto de ver amenazado su equilibrio financiero, como está sucediendo en los Estados Unidos.

El único sistema que permite una cierta protección de las entidades especializadas en inversión a largo plazo contra el aumento del coste de los depósitos, es la vinculación de los tipos de interés de los créditos a un tipo de referencia que hasta 1977 fue el tipo básico del Banco de España. Sin embargo, a raíz del establecimiento de las subastas de crédito, este tipo básico fue abandonado al nivel del 8 por 100, con lo que las Cajas no han podido repercutir los incrementos de costes de los recursos, con unos perjuicios que se pueden evaluar en decenas de miles de millones de pesetas al año.

b) En sentido favorable, aunque es todavía una medida parcial. Si se desarrolla totalmente, las Cajas seguirán con casi la mitad de sus fondos cautivos:

	%
Créditos de regulación especial	10,00
Obligaciones computables	25,00
Coeficiente de Caja ...	5,75
Depósito obligatorio en el Banco de España.	3,00
TOTAL...	43,75

Debería proseguirse la reducción de los dos primeros coeficientes, hasta su total desaparición, y sustituir el depósito obligatorio en el Banco de España (que fue establecido para drenar liquidez) por emisión de pagarés o bonos.

c) No afectan en absoluto a las Cajas que, por vocación y por tradición, tienen casi todo su activo invertido a largo plazo.

d) Reflejan un propósito de transparencia que, si se alcanza beneficiará tanto al público como a la Banca y las Cajas. Sin em-

bargo, es difícil conseguir los resultados deseados cuando la disposición legal se anticipa demasiado al uso y costumbre. Así por ejemplo, no es seguro que las penalizaciones establecidas, en caso de reintegro anticipado de los depósitos a plazo, se apliquen de forma que penalicen realmente a los depositantes. Hasta que el cumplimiento de los plazos venga impuesto por el mercado, esta disposición no será aplicada rigurosamente, aunque hay que reconocer que ayuda a crear el clima adecuado. Asimismo, prácticamente, ninguna entidad, aplica las comisiones máximas que ha anunciado, y, en general, se puede decir que «el tipo de interés preferencial es aquel al que el Banco o la Caja no presta ni a sus mejores clientes».

2 En conjunto, positivo si se logra que el activo de estas instituciones tenga un rendimiento acorde con los tipos de interés del mercado. Un tipo de interés de referencia real podría ser la solución. El abandono por el Banco de España del tipo básico al 8 por 100 desde 1977, ha perjudicado enormemente a las Cajas.

Si el problema del tipo de referencia no se soluciona, las Cajas deberán ir a soluciones mucho más arbitrarias para variar, de acuerdo con el mercado, el rendimiento de su activo (casi todo a largo plazo) y si estas soluciones no resultan eficaces, las Cajas de Ahorros, como prestamistas a largo plazo, pueden verse ante problemas de rentabilidad muy graves que pueden afectar a su Obra Social, a su propia solidez y, en último extremo, a su subsistencia.

3y4 La desigualdad de oportunidades entre Banca y Cajas viene, a mi juicio, dada, esencialmente, por dos imposiciones legales:

- Posibilidad de la Banca industrial de emitir bonos de caja con beneficios fiscales y que no están sujetos a coeficientes. Aunque los Bancos comerciales no gozan de este privilegio, todos ellos están vinculados a uno o más Bancos industriales.

Este privilegio les ha sido negado a las Cajas de Ahorros.

- Limitación de apertura de oficinas de las Cajas a nivel de territorio autonómico. La Banca tiene absoluta libertad. El crecimiento de las Cajas, por tanto, está limitado. Puede ser que si se da a las Cajas las mismas opciones que a la Banca, sigan centrando su actividad en determinados ámbitos geográficos, pero esto será ya una decisión voluntaria; no una imposición.

El coeficiente de inversión desigual es, desde luego, un hecho negativo, pues en las Cajas es mayor la proporción de fondos cautivos. Pero esencialmente éste es un inconveniente grave para Bancos y Cajas. No tiene ninguna justificación económica que los ahorradores (a través de una menor remuneración) u otros clientes (a través de un mayor coste del crédito) subvencionen a determinados sectores directamente o mediante la Banca oficial.

Aunque, en mi opinión, el mercado es suficientemente sabio para distribuir eficientemente todos los recursos, entre ellos los financieros, si el Gobierno opina lo contrario, debería subvencionar explícitamente estos sectores en lugar de hacerlo de forma oculta a través de los tipos de interés.

5y6 Desde 1940 hasta hoy, las autoridades monetarias han ido desarrollando una normativa que, muy gradualmente, pero inexorablemente, ha supuesto una mayor libertad en el sistema financiero. Hay que reconocer este hecho, felicitarles, y rogarles que sigan por este camino.

Ahora bien, las prácticas de nuestra sociedad varían cada vez de forma más acelerada y los Bancos y Cajas deben competir ahora y, con mayor medida en el futuro, con otros intermediarios, y en mercados cada vez más transparentes.

Es conveniente que el coste de intermediación que añadan los Bancos y Cajas al mediar sea sólo aquel que dependa de su eficacia. Los costes adicionales derivados de los coeficientes y de tratamientos fiscales no transparentes, si se mantienen, colocarán a estas entidades en situación de clara inferioridad respecto de nuevos intermediarios y de apelaciones directas por los prestatarios al público.



José Joaquín VIÑALS GUIMERA

Director General de la Caja de Ahorros de Valencia.

1 *a)* La medida, en principio, hay que valorarla como positiva, puesto que se ha mejo-

rado la capacidad de adaptación de las imposiciones a plazo fijo a la demanda del mercado, sin provocar un encarecimiento de los tipos de interés, dadas las limitaciones establecidas en el plazo y la cuantía.

En cuanto a la libertad establecida para la contratación con las entidades especificadas en la norma 1.ª de la Circular n.º 13 del Banco de España, se ha limitado a legalizar la situación existente con anterioridad.

b) La reducción de los coeficientes de inversión obligatoria siempre será beneficiosa para las Cajas, puesto que les permite la reconversión de sus activos, en función de la situación del mercado, tanto en la asignación de recursos, como en la mejora de sus ingresos financieros. De esta manera las Cajas mejoran su capacidad de gestión.

c) Esta medida no debe haber tenido ninguna incidencia en las Cajas, puesto que, como ya era tradicional, sus inversiones se colocaban habitualmente a plazo superior a los 36 meses.

d) La limitación en la cuantía de las comisiones y la liberación de los tipos de interés en las operaciones activas han hecho más transparente el mercado, sobre todo en el campo del descuento comercial.

2 En su conjunto, las medidas hay que calificarlas de positivas, pero insuficientes. Mientras no se homologuen los coeficientes de inversión obligatoria de las Cajas y las restantes entidades de crédito, no se respetará el principio de igualdad que reclama cualquier economía de mercado. Las Cajas tienen un techo para la retribución del pasivo, inferior al de la Banca y Cooperativas de Crédito, lo que nos sitúa en desventaja para la captación de pasivo, sobre todo, en momentos de tensiones de liquidez.

4 Los efectos se pueden sintetizar de la forma siguiente:

1. Limita las posibilidades de retribuir el pasivo.

2. Dificulta la reconversión de activo y, consecuentemente, es imposible acomodar la política crediticia a las circunstancias de cada momento.

3. Impiden la asignación óptima de recursos, tanto en su proyección espacial (región), como en la sectorial (actividad económica).

5 Los principios que deberían respetarse son:

- Igualdad: Difícilmente se puede aspirar a que funcione una economía de mercado sin respetar este principio.
- Equilibrio: Las medidas que se dicten para homologar a las instituciones del sistema financiero deben ser graduales, procurando que no se rompa el equilibrio existente.
- Continuidad: Debe existir un programa de acomodación, a plazo largo, que sea conocido por todos los agentes del sistema crediticio, para adaptarse al proceso de cambio, evitando, en la medida de lo posible, los cambios de criterio.

6 • Equiparación de los coeficientes obligatorios de los distintos grupos institucionales operantes. El proceso general anterior podría ir acompañado por un proceso de sustitución de activos antiguos, con rentabilidades desfasadas.

- Retribución variable de los depósitos remunerados en el Banco de España, acomodándolos a los tipos de interés del mercado interbancario.
- Reducción progresiva, hasta la supresión, de los circuitos de financiación privilegiada a través de los coeficientes de inversión obligatoria en las carteras de valores, y de préstamos, en estrecho paralelismo con las iniciativas liberalizadoras adoptadas en materia de operaciones pasivas.



José Luís MENDEZ LOPEZ

Director General de la Caja de Ahorros de Galicia.

Las medidas de liberalización del sistema financiero contenidas en el Real Decreto 73/1981, de 16 de enero, y en la Orden del 17 de enero de 1981, han afectado, sin duda, a las Cajas de Ahorros. ¿Cuáles han sido sus principales efectos? Y en su opinión, ¿cuáles deberían ser los criterios para guiar la reforma del sistema financiero?

La liberalización de los tipos de interés en las operaciones pasivas creo que, si en principio nos puede perjudicar en su parcela de mayor coste financiero, en cambio a medio y largo plazo puede permitirnos realizar una gestión de renta-

bilización del ahorro importante, al ayudarnos a retribuir nuestro ahorro en tasas que permitan, en cierta forma, a nuestros clientes luchar y protegerse ante la inflación. Por supuesto, que esta medida será plenamente eficaz y operativa en el momento de la equiparación de «coeficientes obligatorios» con el resto de las empresas financieras; es en ese momento, al equipararse las obligaciones, cuando la medida será eficaz y un intermediario financiero debe apoyarla. Socialmente es muy importante para un intermediario financiero el lograr ayudar a su clientela a protegerse de la inflación a través de instrumentos financieros que le permitan obtener retribuciones a su ahorro suficientemente atractivas, como para que tal función sea para él una interesante operación.

Lógicamente, la *reducción de los coeficientes de inversión,* como antes mencioné, es una medida obligada para que funcione el sistema financiero equilibrado entre las distintas instituciones. Insistir sobre el tema no tiene sentido en este momento. Sí quiero dejar constancia de que no es por circuitos privilegiados de financiación por donde deben ser financiados proyectos de inversión, sino que deben serlo vía presupuestos, y cuando la financiación de estos sectores y proyectos incidiesen en el gasto público de forma tal que esta financiación obligase a no financiar otras demandas sociales, se produciría una interesante situación, si realmente existiese una política de gasto público coherente y eficaz. La reducción de los coeficientes es una medida que favorece a las entidades financieras y al sistema en su conjunto. Posiblemente sea necesario en algún momento excepcional, y para sectores estratégicos de la economía, el establecer circuitos de financiación especial, pero su implantación no puede nunca afectar a los tipos de interés regulados por el mercado. Su modificación a fin de beneficiar a esos sectores debe venir por la vía presupuestaria.

En este sentido, la medida de *financiación a largo plazo,* liberalizando los tipos de interés, es una excelente forma de ayudar a la financiación a sectores que, de otra manera, difícilmente encontrarían solución a sus problemas financieros. Realmente es una excelente innovación el fijar coeficientes, pero no limitar su tipo de interés, quedando su determinación en función de los tipos oscilantes del mercado. Esta financiación se verá enormemente agilizada en el futuro al aplicarle contratos a interés variable, que permiten cubrir períodos largos de tiempo con tipos de interés actualizados. De esta forma se consigue dirigir la financiación a los sectores que se quiere ayudar, pero no se limitan ni establecen servidumbres a los tipos de interés.

El establecimiento de *comisiones máximas* es una medida que beneficia claramente a aquellas empresas financieras que han practicado, como las Cajas de Ahorros, una política de retribuciones y cobros siguiendo las normas legales, porque permite distinguir con claridad el tipo de interés aplicado en la operación, situación que antes quedaba difuminada al aplicarse comisiones libres que no dejaban ver con claridad el coste financiero al cliente. De una u otra forma, toda medida que permita una transparencia en el mercado beneficiará a las Cajas de Ahorros, porque nos permitirá enfrentarnos a una competencia que, en la mayoría de los casos, aplicaba políticas de mejores retribuciones, tanto en operaciones de pasivo como de activo, y que no eran reflejadas en el mercado con claridad, puesto que era tal el confusionismo existente entre tipo de interés y comisión que el cliente se encontraba totalmente desarmado para distinguir su coste financiero a fin de hacer una elección entre sus distintos intermediarios, Cajas de Ahorros y Bancos.

El balance, en conjunto, de las medidas mencionadas es positivo. No obstante, insisto en que la diferencia temporal en la adaptación de estas medidas en el segmento de las operaciones activas y pasivas perjudica a corto plazo a las Cajas de Ahorros. No es posible liberalizar la retribución de las operaciones pasivas dejando a las Cajas con una serie de activos a largo plazo con rentabilidades muy por debajo de la media de mercado, ni se puede liberalizar sometiendo a las Cajas de Ahorros a una política de coeficientes de inversión más altos que la competencia, ya que estas dos situaciones discriminarían contra las Cajas de Ahorros al no permitirles acudir con una estrategia comercial de retribuciones acorde con el mercado.

Las medidas deben tener un paralelismo; una mayor liberalización del sistema financiero necesita una mayor reducción de coeficientes y una rentabilización de activos cautivos que reflejan una política financiera totalmente distinta a la preconizada por tesis de liberalización del sistema.

El problema prioritario para las Cajas de Ahorros, que les impide presentar una política comercial como la que puedan presentar los Bancos, radica en los coeficientes obligatorios, tanto para la situación presente como la ya contraída. Anteriormente se mencionó que la situación de los coeficientes de inversión obligada así como los activos cautivos de otras épocas, ya invertidos en tipos de rentabilidad muy baja y plazos elevados, son circunstancias que pesan gravemente sobre la estructura de ganancias y pérdidas de una Caja de Ahorros.

Los plazos mayores en los créditos no deben ser un problema que afecte a la rentabilidad de las Cajas, si somos capaces de generalizar los contratos a interés variable con referencia al MIBOR o cualquier otro índice que permita cubrir las tasas de inflación. No quepa duda de que aún así existe una pérdida, si es que los capitales a devolver no son indexados. Pero, en última instancia, el plazo no debería constituir un problema si es que se logra agilizar y cambiar las fórmulas de contratación mercantil. En lo que se refiere a la situación presente, la rotación de las carteras y sus nuevas colocaciones habrán reducido bastante su vida media.

El sistema financiero tiene que dar soluciones a la financiación tanto a largo como a corto plazo, en función, por supuesto, del destino de la inversión. No se puede dar soluciones financieras a corto plazo para inversiones a medio y largo. Hay que instrumentar fórmulas que permitan cubrir a las entidades financieras de la erosión monetaria, y que sirvan eficazmente de inversión para cubrir sus necesidades de largo plazo. Existe un sector más afín a las Cajas, como es el de la construcción, cuyos compradores necesitan plazos más largos, pues con los actuales supone un fuerte sacrificio sus reintegros.

En cuanto a la rentabilidad menor debida a decisiones voluntarias por parte de cada Caja, no es un problema que pueda esgrimirse en un análisis del sistema financiero, porque en ningún momento estas decisiones voluntarias se encuentran afectadas por medidas gubernamentales, depende única y exclusivamente del criterio de la Caja que quiera aplicar unos criterios de inversión fuera de mercado; enarbolar esto como problema, para mí no tiene sentido.

Finalmente, existe un problema muy importante para las Cajas, que les dificulta su política comercial de captación de recursos, y es la restricción de sus expansiones, aún y a pesar de la mejora introducida en la reforma. Pero para lograr que las entidades financieras se constituyan como entidades polivalentes de servicios, se necesita una red de infraestructura que permita prestar un servicio en todo el territorio nacional en forma eficaz. Muy poca ayuda se obtiene si se nos permite descontar papel (por ejemplo), pero no podemos operar con oficinas propias en el territorio nacional; y lo mismo sucede con la retribución de los servicios. No se puede plantear una política de retribuciones sin tener una red apropiada para dar un servicio eficaz. Es necesario contemplar las futuras expansiones de las Cajas considerándolas como empresas financieras polivalentes en su operatoria, como la Banca privada, tanto en red de oficinas como en inversiones y tarifas.

De lo anteriormente expuesto, creo que se puede destacar lo siguiente:

a) La desigual situación de coeficientes actuales y activos de épocas pasadas, afecta el análisis rentable de las Cajas discriminadamente.

b) Esta desigualdad de coeficientes no permite plantear una política comercial de retribuciones como la competencia, lo que supone una pérdida de cuotas de mercado.

c) La restricción a la posibilidad de una futura expansión como la Banca, limita las posibilidades de crecimiento.

d) Si no se generalizan contratos indexados, se reducirán los plazos de concesión, haciendo cada vez más difícil la financiación a largo plazo.

El futuro de nuestro sistema financiero debe discurrir en el logro de unas mayores cotas de independencia de la política monetaria. Si no se logra, si no se separa claramente Banco de España de Ministerio de Economía, estaremos sometidos a los avatares de una determinada política económica, aún y a pesar de la excelente conducta monetaria que mantenga el Banco de España. Esta independencia debe ser una máxima que deberíamos Cajas y Bancos continuamente expresar para lograr que el crédito al sector privado no sea siempre el más castigado. Y para las Cajas de Ahorros el futuro del sistema financiero debe ser más justo con ellas, y debe darles operatoria, pero descargarlas de obligaciones no rentables que les impidan ejercer una función de intermediario financiero equiparada con

los Bancos. Se necesita que la implantación de coeficientes no sea con servidumbres de tipos de interés inferiores a los del mercado. Los tipos deben ser los de mercado, y si se necesita una financiación barata debe ser vía presupuestos, subvencionando esos tipos de interés. Por supuesto, debe eliminarse esta política nociva para la economía española; cualquier limitación al ejercicio del intermediario financiero genera distorsiones en el mercado que plantean problemas de economía subterránea como ya existió en la economía con la «política de extra-tipo».

Al mismo tiempo, se debe guardar cautelosamente la nueva incorporación de intermediarios financieros en otros segmentos que puedan generar situaciones problemáticas en el sistema. No se puede, por supuesto, pretender la limitación de entrada en el mercado y preconizar una liberalización dentro de una política gradual de expansión en el sistema. Se debe dar entrada, a fin de lograr una especialización de las entidades, pero ya existe en la actualidad el número suficiente de entidades para un buen servicio.

En definitiva, es necesario que se promulguen medidas que compensen la situación desequilibrada de activos cautivos, que existiendo, permitan un análisis rentable más equitativo entre Bancos y Cajas. Para ello, habrá que analizar y establecer criterios a corto plazo para los activos ya existentes en las Cajas a tipos muy por debajo de los del mercado y, a medio plazo, considerar la modificación del tipo de interés básico.

PROBLEMAS A CAUSA DEL TRATO DESIGUAL A LAS CAJAS DE AHORROS RESPECTO A LA BANCA ORDENADOS DE MAS A MENOS GRAVES

Respuestas resumidas en forma de cuadro a la pregunta nº 3

PROBLEMAS / ENCUESTADOS	A	B	C	D	E
José J. SANCHO DRONDA, Presidente de la CECA; Director General de la C. A. y M. P. de Zaragoza, Aragón y Rioja.	2	4	1	3	5
Eusebio DIAZ MORERA, Presidente Consejo Superior del Ahorro, Presidente de la C. A. y M. P. de Barcelona.	4	2	1	5	3
José L. RUBIO VIRSEDA, Presidente de la Comisión de Control de la CECA, Director General de la C. A. Municipal de Bilbao.	1	4	2	5	3
J. Pedro ALVAREZ JIMENEZ, Director General del M. P. y C. Ahorros de Sevilla.	1	2	3	5	4
Rafael CLAVIJO GARCIA, Director General de la C. A. y M. P. de Santa Cruz de Tenerife.	1	3	2	5	4
Luis GOMEZ-LUBEN, Director General de la C. A. Y M. P. de León.	1	2	3	5	4
Emilio NIETO DIEGO, Director General de C. A. de Santander y Cantabria.	1_a	2	1_b	3	4
Francisco OLIVER NARBONA, Director General de la C. A. de Alicante y Murcia.	1	3	2	4	5
Mateo RUIZ ORIOL, Director General de la C. A. y M. P. de Madrid.	1	3	2	4	2
José J. VIÑALS GUIMERA, Director General de la C. A. de Valencia.	1	3	5	4	2
MEDIA	1,4	2,7	2,3	4,3	3,6

A = Desigual coeficiente de inversión obligatoria.
B = Otras condiciones objetivas que cbstaculizan la competencia.
C = Menor rentabilidad relativa por obligaciones impuestas.
D = Menor rentabilidad relativa por decisiones voluntarias.
E = Concesión de plazos mayores a créditos.

PROBLEMAS ECONOMICOS DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS



LAS SOCIEDADES DE DESARROLLO INDUSTRIAL REGIONAL

Entre enero y marzo de 1982 se cumplirá un lustro desde las fechas de publicación de los Reales Decretos de creación de SODIAN, SODICAN y SODIEX. Sus gestores las han definido como sociedades mercantiles de promoción industrial regional por la vía de la participación accionaria, la mediación financiera y la prestación de servicios. Para las opiniones más críticas, las SODI han sido un meteoro político que deslumbró al electorado en unas fechas propicias, para perderse en el olvido sin dejar tras de sí ningún cambio sustancial.

El presente artículo es el resumen de una amplia investigación sobre las SODI realizada por **Julio García Fernández.** Este trabajo pretende aproximar al lector a un fenómeno financiero singular (octubre 1981): 5.800 millones de pesetas de capital social; 1.300 millones de pesetas de recursos ajenos (obligaciones); 2.750 millones de pesetas en participaciones, y 2.700 millones de pesetas en préstamos distribuidos entre 190 empresas participadas con capital social en su conjunto de 17.000 millones de pesetas y un empleo directo de 10.350 puestos de trabajo, no son la panacea del atraso industrial español, pero constituyen *una realidad tangible.*

El artículo tiene seis apartados que dan una imagen de conjunto de las SODI: I. Sobre el origen de las SODI y su encaje en el INI; II. Del Estatuto originario de SODIGA al Estatuto de mediación financiera de 1976; III. Una estrategia de crecimiento en tres fases sobre el principio de equilibrio financiero (1977-1986); IV. Problemas operativos derivados de la naturaleza pública de las SODI; V. Cajas de Ahorros, fórmulas consorciales y negocio bancario: la evidencia internacional; VI. Conclusiones sobre la participación de las Cajas de Ahorros en las SODI.

I. SOBRE EL ORIGEN DE LAS SODI Y SU ENCAJE EN EL INI (*)

1. Del precedente de SODIGA en 1972 a la creación de SODIAN, SODICAN y SODIEX en 1976-77

EL objeto de este apartado es presentar algunos aspectos poco conocidos del origen de las SODI, entre los que destaca la relación existente entre éstas y el INI.

Para algunos, la inclusión de las SODI en el INI constituye una intromisión de la empresa pública en el ámbito de la iniciativa privada; para otros, la participación del INI en las SODI constituye una muestra más de la capacidad de concentración de funciones de la Administración Central en los ámbitos específicos de la administración periférica, una constatación censurable del efecto de concentración históricamente analizado por Peacok y Wiseman.

En estas líneas se procura aportar datos en favor de una interpretación anecdótica: la inclusión de las SODI en el INI fue en gran medida circunstancial y ajena a la voluntad institucional del INI.

Cualquier observador puede deducir que el INI alentó la creación de las SODI a raíz de la experiencia SODIGA en 1972, hasta que —tras vencer diversas resistencias— avanzó entre diciembre de 1976 y mayo de 1977 con tres nuevas SODI que consolidaban este instrumento de desarrollo corporativo. Nuestra interpretación de los hechos

es otra bien distinta. No sólo es erróneo pensar que las SODI fueron un objetivo corporativo estratégicamente planeado, sino que incluso puede sugerirse que el «aparato» del INI contempló los sucesivos esfuerzo de creación de SODIAN con notable recelo; y sólo cedió a lo inevitable cuando decisiones exógenas precipitaron los acontecimientos. De ahí que se hable del encaje de las SODI en el INI, encaje no casual pero sí circunstancial.

Lo único común entre la creación de SODIGA en 1972 y las de SODIAN y SODICAN en 1976 es el hecho de responder a dos impulsos políticos originados en círculos próximos al Gobierno y pasivamente asumidos por el INI. Es oportuno profundizar en una afirmación tan general.

La creación de SODIGA en noviembre de 1972 coincide con la fase de lanzamiento del III Plan de Desarrollo, pero al desarticularse, poco después, los órganos planificadores, SODIGA vegetaría, desasistida, durante cuatro años. Puede, pues, afirmarse que el INI tuvo poco que ver, si tuvo algo, en la creación de SODIGA. Su equipo rector se encontraba, en aquellas fechas, inmerso en su propia reforma financiera y el INI se limitó a asumir disciplinadamente una iniciativa extraña, redactando sucesivos borradores de estatutos.

La elección de Galicia como sede de SODIGA y GAEI no era ni más ni menos afortunada que la elección de cualquier otra área atrasada del país, pero lo que aquí interesa es mostrar la impronta política personal que subyace a lo público y, en este sentido, se eligió Santiago no sólo como sede social —elección muy razonable— sino también como centro de actividad de SODIGA.

Esta decisión constituía un desliz empresarial sólo explicable por la ligazón de los «poderes fácticos» de la Comisaría del Plan a Santiago y a su Universidad. Si el INI hubiera tenido algo que ver con la creación de SODIGA, además de la firma del acta notarial de constitución, se hubiera seguido la política empresarial más coherente en estas circunstancias: fijar la sede social en Santiago con mucha discreción y operar con pequeñas delegaciones ligadas a los departamentos de inversión de sus accionistas, las Cajas de Ahorros y en particular a los de las Cajas de La Coruña y de Vigo. En definitiva, una empresa mercantil no puede vivir de cara a la Universidad y de espalda a los negocios.

Sucedía, no obstante, que el perfil empresarial de SODIGA hacia 1972 era, cuando menos, confuso. Su origen era producto de mentalidades más próximas al mundo académico, administrativista y macroeconómico, que al estrictamente empresarial. La impronta personal de los promotores quedó evidenciada en la propia organización interna de la sociedad. SODIGA pivotaba originalmente sobre una Dirección de Estudios distante de la práctica mercantil. En realidad, SODIGA era un híbrido de academia, organismo administrativo y entidad mercantil.

Por lo demás, las relaciones de SODIGA con su matriz tampoco contribuyeron a mejorar el espíritu mercantil de la sociedad. Este es un punto poco conocido: cuando el INI asume disciplinadamente una decisión de Gobierno —como fue la de la creación de SODIGA— genera seguidamente unos mecanismos de control que operan como eficaces anticuerpos capaces de fagocitar al intruso. Es una reacción de control pasivo y no de promoción activa, un efecto reflejo basado en la desconfianza. Conviene pues dejar claro que el aparato del INI ni promovió la creación de SODIGA ni tuvo confianza alguna en el nuevo instrumento, al menos en su primer lustro de vida. En este orden de consideraciones, puede darse crédito a dos proposiciones generales: no existe un proceso común al origen y consolidación de las SODI, ni el aparato del INI juega el supuesto papel de protagonista que de su participación accionaria mayoritaria pudiera inducirse, al menos entre 1972 y 1976.

Aun cuando desde febrero de 1974 venía funcionando una Comisión Gestora para la creación de SODIAN, es la proximidad de unas fechas propicias —tal como la del referéndum de la Ley de Reforma Política (15-XII-76)— y otros fenómenos sociales lo que impulsa la publicación de los Reales Decretos de creación de SODIAN y SODICAN (de 10-XII-76) y de SODIEX (de 13-III-77). El INI se limitó a ofrecer una metodología, tan profesional como improvisada, ante los imperativos políticos.

2. El carácter sectorial y estatal del INI ante la configuración autonómica del Estado

2.1. El carácter sectorial y estatal del Grupo INI

El lector puede verse sorprendido por el ánfasis puesto en la

proposición de que el INI fue, en gran medida, ajeno al origen de las SODI, tanto en 1972 como en 1976. Es la misma sorpresa que han mostrado un buen número de estudiosos que, desde la publicación del Informe de la misión del Banco Mundial en 1962, han insistido en la conveniencia de una mayor vinculación del Grupo INI al objetivo del equilibrio interregional.

Un análisis más detallado de los hechos puede contribuir a explicar aquella proposición, así como a arrojar luz sobre la evolución seguida posteriormente por las SODI en su relación con el INI. El tema fue abordado por la nueva Dirección de Desarrollo tras la incorporación de la Subdirección de Desarrollo Regional a la Dirección de Desarrollo (corporativo), en una publicación de difusión restringida, *Datos, dilemas y opciones para una política empresarial pública regional,* que aclaraba estadísticamente la sensación, sentida en el INI de antiguo, de que el Grupo había inmovilizado sustanciales inversiones en áreas poco industrializadas, al tiempo que reflejaba, mediante un rápido análisis sectorial, el enfoque predominantemente estatal del Grupo INI. Conclusión principal del estudio era la de que las SODI aportaban una estrategia empresarial de desarrollo regional, que constituía una novedad de difícil asimilación en la operativa convencional del INI.

Ambas afirmaciones continúan manteniendo, en el horizonte de 1980, plena vigencia. El INI ha reforzado su enfoque estatal y ha concentrado aún más sus esfuerzos inversores en unos pocos sectores clave de la actividad económica del país. La localización de estas inversiones no responde a criterios de corrección de desequilibrios regionales, pero tampoco puede achacarse a las mismas la ampliación del abanico de dichas disparidades. Como ya se señalaba en el informe antes citado, y apoyándose en estadísticas del año 1976, el INI no ha seguido un proceso de concentración espacial de sus actividades similar al de la industria transformadora privada.

2.2. El INI ante la configuración del Estado de las Autonomías

El artículo 149 de la Constitución española enumera una larga lista de materias que permanecen bajo la competencia exclusiva del Estado. Sin embargo no se hace mención al sector público industrial, con lo que se abre (al amparo del mismo artículo 149.3) la posibilidad de que las Comunidades Autónomas quieran asumir determinadas competencias sobre el INI, o alguna de sus empresas.

Ello podría poner en peligro la propia supervivencia y, en cualquier caso, la eficacia del INI como instrumento de la política industrial del Gobierno para el conjunto de la economía española.

De otra parte, el proceso de formación del Estado autonómico va a afectar, de una forma u otra, al conjunto de actuaciones estatales en la economía del país; es decir, va a modificar la faz, y presumiblemente los contenidos, del intervencionismo en nuestro país. Junto al sector público industrial estatal, acabarán por configurarse sectores públicos industriales en cada Comunidad Autónoma. Es, pues, conveniente echar un vistazo a la situación actual de estos problemas, a la luz de los textos legales aparecidos hasta el momento y de modo especial a los Estatatutos vasco, catalán y gallego.

Estatutos de Cataluña y País Vasco

Los artículos 9, 10, 11 y 12 del Estatuto de Cataluña definen el marco general de competencias de la Generalidad. Su artículo 12.2 dice textualmente: *«La Generalidad participará asimismo en la gestión del sector público económico estatal, en los casos y actividades que procedan.»* Asimismo, se reserva la competencia sobre el desarrollo y ejecución en Cataluña de los planes establecidos por el Estado para la reestructuración de sectores industriales.

De igual forma, en el Estatuto de Autonomía del País Vasco, artículo 12, puede leerse que *«Corresponde a la Comunidad Autónoma del País Vasco la ejecución de la legislación del Estado en las materias siguientes:*

... 7. *Sector público estatal en el ámbito territorial de la Comunidad Autónoma, la que tendrá participación en los casos y actividades que proceda...»*

En la reestructuración de sectores industriales, corresponde al País Vasco el desarrollo y ejecución de los planes establecidos por el Estado (art. 10-30).

Puede, pues, decirse que, hasta el momento, no se recoge de forma explícita, en estos dos Estatutos, la participación de las Comunidades Autónomas en el sector público es-

tatal y, por ende, en el INI. Parece demasiado ambigua la formulación recogida, si bien pudiera dar lugar a un desarrollo reglamentario del Estatuto.

De otra parte, conviene señalar que el artículo 53 del Estatuto de Autonomía de Cataluña dice: *«La Generalidad, de acuerdo con lo que establezcan las Leyes del Estado, designará sus propios representantes en los organismos económicos, las instituciones financieras y las empresas públicas del Estado cuya competencia se extienda al territorio catalán y que por su naturaleza no sean objeto de traspaso.»*

Se reconoce aquí la existencia de empresas públicas con actuación en Cataluña pero no transferibles; de otra parte, se está a lo que dicte el Estado en relación a la representación de la Generalidad en dichas empresas. Conclúyase esta breve exposición señalando que tal artículo no encuentra similitud en ninguno del Estatuto vasco.

II. DEL ESTATUTO ORIGINARIO DE SODIGA AL ESTATUTO DE MEDIACION FINANCIERA DE 1976

La pequeña historia de los estatutos de las SODI tiene tres etapas que corresponden a la creación de SODIGA en 1972, a la de SODIAN y SODICAN en diciembre de 1976, y a la eventual promulgación de nuevos Reales Decretos de creación de SODI en 1982. Los tres elementos claves que predominan en cada una de esas fases pueden enumerarse como sigue:

1) El estatuto originario de SODIGA es, esencialmente, el estatuto de una sociedad de participación accionaria minoritaria y temporal sin ninguna capacidad de mediación financiera. Su instrumentación jurídica toma elementos de los estatutos propios de la Banca industrial, surgida de la Ley de Bases de 1962, a la que se asimila en el plano fiscal pero no en el financiero.

2) El estatuto de 1976 es ya un estatuto que permite definir a las nuevas SODI como «sociedades mercantiles de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, minoritaria y temporal, la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios». Los Reales Decretos 3.029/1976, de creación de SODIAN, y 3.030/1976, de creación de SODICAN, ambos de 10 de diciembre, son ya una pieza con todos los elementos funcionales característicos que se analizarán en los sucesivos epígrafes de este artículo.

3) El borrador de Real Decreto de creación de nuevas SODI para 1982 incorpora dos innovaciones esencialmente institucionales. Primero, prevé la incorporación al accionariado de los entes autonómicos —una vez transcurrida la fase preautonómica establecida en la Constitución, ya que los entes preautonómicos no tienen capacidades de gastos de inversión, sino básicamente, de gastos corrientes—. Segundo, contempla de un modo más abierto la incorporación de la Banca privada, a cuyo objeto considera explícitamente la aptitud de las obligaciones emitidas por las SODI para la cobertura de los coeficientes de inversión obligatoria de la Banca privada (1).

1. Posturas alternativas a la estrategia de participación minoritaria y temporal

La participación accionaria minoritaria y temporal es, desde el origen de SODIGA, la característica definitoria de una SODI como entidad de promoción. No es, sin embargo, un principio unánimemente aceptado. El artículo 4.° de los estatutos de 1976 establece una participación entre el 5 y el 45 por 100, modificando los límites iniciales establecidos en el estatuto originario de SODIGA de 1972, que eran del 10 al 35 por 100. En el primero de los apartados de este epígrafe se examinarán diversas posturas alternativas y en el segundo se procurará fundamentar las razones en favor de la participación minoritaria y temporal.

Las principales posturas alternativas se sitúan en los tres vértices del principio de la participación minoritaria y temporal:

— Los defensores de la participación mayoritaria, fundándose en la conveniencia de guardar la iniciativa y/o control de un proyecto.

— Los defensores de eludir la participación accionaria para operar como un intermediario financiero bancario a largo plazo.

— Los defensores de la participación permanente del accionariado público, aludiendo a las eventuales ventajas de una política corporativa conjunta entre las SODI y el INI.

La hipótesis de la participación mayoritaria

La participación minoritaria obliga a las SODI a depender de iniciativas ajenas. Se aduce por los defensores de la hipótesis de participación mayoritaria que, en una etapa de estancamiento industrial, difícilmente se pueden desarrollar iniciativas sin tal participación de liderazgo.

Hay, no obstante, un caso que merece particular atención: el de las iniciativas fuera del ámbito estrictamente industrial, para las que es difícil encontrar accionistas privados mayoritarios y que, de un modo u otro, afectan tangencialmente a otros organismos o empresas públicas. Experiencias tales como la promoción de viviendas sociales, recogida y tratamiento de residuos urbanos, promoción de una innovación tecnológica en algún sector de actividad local en regresión (prototipo pesquero de bajura en Canarias, por ejemplo), etc., entran dentro de tal supuesto.

La participación financiera en un proyecto debe de estar siempre proporcionada a la responsabilidad en la gestión. Las SODI son, esencialmente, empresarios del dinero a largo plazo. No pueden tener una responsabilidad protagonista en la gestión de un proyecto ni deben participar mayoritariamente en el mismo, ya que ello requiere una empresa «sectorial, supraregional, permanente», pública o privada, en un enfoque diferenciado de lo que son las SODI. *La participación minoritaria es, más que una norma estatutaria, una regla de oro para la gestión de las SODI; el modo de adecuar la participación a una responsabilidad no protagonista en la gestión de las participadas.*

La hipótesis de la financiación sin participación

Más que una hipótesis, la financiación sin participación es una aspiración lógica de los profesionales llegados a las SODI desde la Banca privada. La participación constituye un elemento de rigidez en la operativa de todo intermediario financiero, como se tendrá ocasión de ver en el epígrafe dedicado a los problemas de gestión de las SODI. En segundo lugar, no siempre son positivos los efectos de la participación accionaria de una empresa estatal en una empresa de pequeña o mediana dimensión. Finalmente, la participación minoritaria no aporta ventajas decisivas desde el punto de vista del control del riesgo, aunque la presencia en el Consejo de Administración otorga indiscutibles ventajas respecto al control del financiero ajeno a la empresa. La financiación con participación representa una forma de obligarse más estrechamente al seguimiento de la empresa financiada, que la actuación clásica de la Banca oficial.

Casi todo lo que se puede decir respecto a la mediación sin participación ha sido expuesto por Pierre Poplu (2). Como es sabido, el estatuto original de las *Societés de Developpement Regional* francesas de 1955 contemplaba a éstas como sociedades de participación. El tiempo y la lógica financiera han conducido a estas SDR francesas a una política definida de financiación sin participación o con una participación simbólica del 1 por 100 en el capital social. En realidad, este modelo es tan antiguo como la propia teoría de la Banca, intermediario financiero y nunca accionista empresarial.

Al autor de este trabajo le parece más coherente el propio planteamiento de Poplu al censurar el modelo francés, cuando recuerda que la preferencia de las SDR hacia la mediación no es sino resultado de un sistema que hace de estas sociedades un canal de financiación privilegiada (3).

El libro de Poplu tiene todo el valor de una premonición —y esperamos que no de una profecía— para los administradores de las SODI. La financiación sin participación es la vía más fácil para el desarrollo de las SODI, pero deja sin un hueco específico a las SODI en el sistema financiero español. *La misión de las SODI es promover, atraer iniciativas viables de los grupos industriales con capacidad de gestión, compartiendo riesgos accionarios y ofreciendo la financiación a largo plazo adecuada a cada proyecto.*

La asociación temporal en el riesgo *(joint venture)* debiera ser siempre una característica inalienable a las SODI, aun a sabiendas de que este tipo de asociación no es nunca recomendable para el pequeño empresario individual. Y es que un empresario individual con el soporte indirecto del Estado pierde las cualidades combativas genuinas del espíritu de empresa sin alcanzar a convertirse en una corporación moderna. Por todo ello las SODI debieran apuntar a *promocionar selectivamente un conjunto limitado de iniciativas capaces de mantener y atraer a la región el interés y la confianza del sector privado.* La idea de la participación minoritaria y temporal, aun simbólica, juega en este orden de consideraciones.

La hipótesis de la participación permanente

Todo lo dicho con anterioridad se aplica en contra de esta hipótesis. La idea ha tenido pocos defensores, pero sí alguno dentro del propio INI. Su planteamiento puede resumirse así: las SODI debieran, en los casos que lo estime oportuno el INI, incluir cláusulas contractuales reconociendo explícitamente a alguna de las empresas del Grupo su derecho preferente a la adquisición de las acciones al cabo del período máximo de permanencia (diez años).

En principio, la lógica intuición de los administradores indica que será fácil enajenar las buenas participaciones y más difícil aquellas iniciativas afectadas por la crisis industrial. Aquí merece la pena discutir estrictamente la hipótesis de la temporalidad o la permanencia con independencia de la casuística. En primer lugar, está claro que la intención del legislador es la de que las SODI operen como entidades de promoción y no como caballo de troya del sector público. La Dirección de Desarrollo Regional y el INI han mantenido hasta hoy el criterio de que este tipo de acuerdos en favor de la permanencia del INI, mediante un derecho preferente de suscripción tras la salida de la SODI, irían contra el espíritu de los Reales Decretos de creación.

En segundo lugar, la participación permanente constituye uno de los más temidos fantasmas de la presencia de las SODI para la iniciativa privada. No le faltan razones al sector privado: sean cuales fueran los estatutos (artículo 4.°), el Estado tiene una larga tradición de avance en trinquete. Los primeros ejercicios de las SODI se han desenvuelto en la peor etapa de la reciente historia de la industria española, de tal modo que, paradójicamente, han sido las SODI quienes más han defendido la instrumentación o encauzamiento de su enajenación estatutaria en previsión de un desmoronamiento del mercado privado de la renta variable. Pero el orden histórico de los acontecimientos apunta hacia una prevención del inversor privado ante la intervención del Estado.

En suma, la idea de la participación permanente sólo puede ser defendida por aquellos para quienes la propiedad del Estado es un fin en sí misma. Es oportuno establecer una de las tesis fundamentales de esta investigación: la bondad de una Administración pública no debe medirse por su tamaño sino por su eficacia. Más aún, el crecimiento y la eficacia pueden llevar caminos opuestos dentro del aparato del Estado. El crecimiento de la intervención puede convertirse en un objetivo del aparato político y del funcionariado administrativo con absoluta independencia de la racionalidad pública y social.

2. Una compensación: la mediación financiera. Una incógnita: la capacidad de captación de pasivo

2.1. La mediación financiera

El artículo 5.° de los Reales Decretos de 1976 incorpora una decisiva innovación respecto al estatuto originario de SODIGA de 1972: «SODI... podrá otorgar créditos a medio y largo plazo, y avales, a las empresas en que participa.»

Hay razones para pensar que la capacidad de mediación financiera constituía una cierta compensación al INI en pago por la asunción de estas nuevas hijas no deseadas. De hecho, la mediación financiera no se contempla inicialmente sino como un instrumento de apoyo a la promoción, nunca como un objeto social en sí misma; y, como se tendrá ocasión de comprobar, el estatuto arroja un interrogante sobre la capacidad de captación de pasivo de las SODI. Pero, aun sin posibilidad de ser calificadas ni jurídica ni funcionalmente dentro del estatuto bancario, las SODI son las empresas estatales controladas por el INI que más se aproximan a la idea de un Banco. Ciertamente, el criterio del INI apuntaba más a levantar los resultados de las SODI por la mediación financiera —dada la imposibilidad de hacerlo por la vía del dividendo en plena crisis industrial— que a gestar embriones bancarios (4).

Sea como fuere, el estatuto de 1976 suponía una decisiva innovación tanto para el Grupo INI como para el *statu quo* bancario. Por primera vez, unas empresas estatales (5) controladas por el INI podían otorgar créditos a medio y largo plazo a empresas no estatales (aun cuando sujetas al requisito de la participación por la propia SODI) y, también por vez primera, unas entidades ajenas al *statu quo* bancario eran autorizadas a desarrollar algunas de las operaciones reservadas a la Banca.

Por todo ello, no es exagerado calificar al estatuto de 1976 como el estatuto de mediación

financiera y entender ésta como una compensación del Gobierno al INI por el obligado encaje de las nuevas SODI.

2.2. Una incógnita: la capacidad de captación de pasivo

El desarrollo práctico de la capacidad de mediación financiera está seriamente limitado por los propios cauces de captación de pasivo contemplados en los Reales Decretos de creación. El artículo 6.° de los mismos hace referencia a tres vías principales de captación: la emisión de obligaciones, la obtención de préstamos de las Cajas en condición de préstamos de regulación especial —con la innovación del Estatuto de 1980 relativo a la Banca privada—, y el acceso al crédito oficial a través de la correspondiente línea especial. Al margen de estas tres vías, las SODI pueden mediar en la captación de recursos de sus participadas («gestionar emisiones de obligaciones por cuenta de las sociedades en que participe»).

La vía clave en cuanto a la capacidad de captación de pasivo de las SODI reside en la emisión de obligaciones y, condición *sine qua non,* la calificación de las mismas para su aptitud en las inversiones obligatorias del ahorro institucional y en el coeficiente de inversión de la Banca privada.

Es razonable el criterio defendido por las Cajas de Ahorros en el sentido de que toda solicitud del Gobierno en forma de coeficientes de inversión en favor de la financiación por acciones u obligaciones de las SODI se extienda al resto de las instituciones financieras que operan en la región, en proporción a su captación de recursos en las mismas.

Por lo demás, no existe una perspectiva razonable de que los préstamos de regulación especial ni la precitada línea de crédito oficial puedan llegar a constituir una fuente regular de recursos para las SODI.

3. El escepticismo del legislador: eventual subvención del Estado para mantener el equilibrio financiero

El punto 4 del artículo 6.° de los Reales Decretos de creación de las SODI establece: «El Estado podrá subvencionar a SODI... para asegurar su equilibrio financiero.» El texto parece pensado para garantizar la solvencia de las SODI, pero si se tiene presente que las SODI son sociedades anónimas sujetas al derecho privado en el régimen de una economía de mercado, uno empieza a pensar que el legislador ha puesto en duda el espíritu mercantil del Estado, la capacidad de desarrollar una gestión empresarial que retribuya razonablemente los recursos financieros invertidos por el Estado a través de la empresa pública. Es, pues, el primer conflicto conceptual a nivel estatutario entre el sustantivo de empresa y su calificativo de pública (6).

El célebre artículo 6.° punto 4 tiene, al fin, un significado plenamente racional: el medio por el que el Estado puede garantizarse el control, a largo plazo, de una SODI es el de abrir el paso a una eventual subvención, facilitando la potencial precariedad financiera de las SODI. No ha sido esa, ciertamente, la voluntad del legislador; pero la fuerza de la lógica se sitúa en ocasiones por encima de las voluntades individuales. Es la misma fuerza lógica que ha permitido a los Estados europeos alcanzar una dimensión empresarial formidable.

Si se desea practicar una filosofía empresarial ortodoxa en las SODI, bajo criterios de rentabilidad mercantil, habría de renunciarse a la norma estatutaria 6.4. Quiere ello decir que si una SODI no es capaz de subsistir en una economía de mercado sin la subvención del Estado, es preferible liquidarla. Parafraseando a Wilde, podría decirse que los motivos de la cláusula 6.4 rara vez podrán interpretarse con pureza, y nunca con sencillez.

4. Consideraciones estatutarias a la luz de la experiencia francesa

El estatuto de las SODI no es exactamente comparable al de sus homónimas francesas, aunque ambos responden a ese criterio «inmunizador» mediante el que el Estado despeja por anticipado la eventual posibilidad de una quiebra. El lector debe consultar la ya citada obra de Pierre Poplu en su capítulo 1.°, «Estatuto jurídico y fiscal». A modo de resumen, puede decirse que las normas estatutarias de amparo a las SDR francesas son agrupables en tres principales apartados: medidas tendentes a evitar la doble impo-

sición; medidas tendentes a recibir beneficios fiscales de apoyo a la inversión; y la célebre garantía de dividendo durante los doce primeros ejercicios de actividad.

Contrasta la situación estatuaria de las SDR francesas con la de las SODI que, aun siendo empresas estatales por la participación mayoritaria del INI, son igualmente sociedades anónimas sujetas al derecho privado y con un capital privado del 49 por 100. El estatuto de las SODI es —si puede aplicarse el calificativo en este contexto— más «liberal» que el francés. Y la ausencia de especiales protecciones a las SODI se lleva al extremo de dejarlas en peor situación comparativa que las eventuales sociedades privadas y la Banca industrial tras la publicación de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre (7).

El olvido del legislador hacia las SODI tiene su origen en la propia Administración y tiene su explicación en la dinámica de las SODI durante el período 1977-80. Tras un lanzamiento espectacular, las SODI siguen una fase de consolidación interna, como se examinará en el capítulo siguiente. En el momento en que las SODI dejan de ser un producto políticamente vendible, la Administración olvida. Esta es otra de las tesis que mantiene la presente investigación respecto a los principios diferenciales del comportamiento del sector público y el sector privado. Para los gestores de lo público, no estar presentes es un error. La máxima de Tayllerand también puede aplicarse al ámbito del poder público mercantil.

5. Estatutos *versus* historia. Una digresión sobre el INI y las SODI a la luz de sus documentos estatutarios y sus circunstancias históricas

Para muchos, la posible analogía entre el INI y las SODI ha sido, desde el día en que se creó SODIGA, una preocupación subconsciente que no se ha explicitado por distintas razones. ¿Pueden llegar a ser las SODI, en su contexto autonómico, embriones de INI regionales? ¿Pueden desarrollar una política industrial bajo un mismo patrón aunque a diferente escala? ¿Cabe suponer que seguirán un mismo enfoque financiero? La tesis que aquí mantengo es que no debe exagerarse la analogía entre el INI y las SODI, salvando quizás el área financiera. A continuación expondré las principales diferencias existentes tanto entre sus estatutos como entre sus orígenes.

La forma jurídica: organismo autónomo del Estado «versus» sociedad anónima

El INI es, en su origen, un organismo autónomo de la Administración del Estado, creado por la Ley fundacional de 25 de diciembre de 1941, con una estructura marcadamente presidencialista. Por el contrario, las SODI son sociedades anónimas sujetas al derecho privado, constituidas ante notario por un grupo de accionistas que designan un Consejo de Administración como máximo órgano de gestión social. La forma jurídica tiene en sí misma gran importancia; no hay en las SODI un accionariado homogéneo ni un poder ejecutivo comparable al del Presidente del INI.

Desde 1941, el INI responde en buena medida a los impulsos de una presidencia ejecutiva, con gran autonomía de la esfera gubernamental en la etapa Suanzes y con una desigual dependencia del Ministerio de Industria a partir de 1967. El Consejo de Administración del INI es un Consejo de Subsecretarios y Directores Generales que, defendiendo los criterios de su departamento, deben respetar una parcela administrativa que compete al Ministerio de Industria. Es, manifiestamente, un Consejo ajeno a los criterios patrimoniales que imperan en el de una sociedad anónima; la relación entre el Presidente del Consejo de una SODI y sus consejeros es enteramente distinta a la existente entre el Presidente del INI y su Consejo. Obviamente, la presidencia de una SODI puede recaer en un personaje políticamente fuerte, pero jamás dispone de las condiciones objetivas adecuadas para desempeñar la Presidencia ejecutiva propia del INI. Aunque más pequeñas en dimensión, el poder en un Consejo de Administración de SODI resulta estar más fraccionado que en el INI, organismo autónomo del Estado. Así, la impronta personal de un Presidente o Ministro debe dejar paso, al igual que en el resto de las empresas del Instituto, a la disciplina que imponen la Ley de Sociedades Anónimas, el balance y las cuentas de resultados.

Del ideario de Suanzes a la política industrial de las SODI

Este es, quizás, el punto de mayor divergencia entre el INI y las SODI. Aunque puede aducirse una aparente analogía entre la emergencia de determinadas circunstancias político históricas, tales como la autarquía nacional en los años cuarenta y el resurgimiento de las autonomías a finales de los setenta, un examen detenido de tales circunstancias puede mostrar que no existe un paralelismo entre los orígenes del INI y de las SODI. Lo que sí es obvio es la existencia de un impulso político previo a ambos enfoques de la empresa pública.

No hace falta recurrir a la ideología política de Suanzes, bien analizada por Schwartz y González (8) para comprender que las circunstancias son irrepetibles. Por ello, no deja de ser alarmante la reacción de determinadas voces procedentes de regiones industrialmente atrasadas que —quizá soliviantadas por agravios comparativos originados en concesiones gubernamentales hacia las nacionalidades históricas— claman por una política autonómica de autarquía industrial. La tentación de hacer de las SODI el eje de una política industrial autónoma y autárquica —repitiendo el modelo INI de la fase 1949-58— es demasiado evidente como para ser silenciada; y es un error grave, porque cuando un error se hace colectivo acaba adquiriendo la fuerza de la verdad, sin dejar de ser un error.

Los objetivos del INI y las SODI en los documentos estatutarios

En términos generales, las SODI, a diferencia del INI, carecen en su origen de un «ideario» industrial definido. De acuerdo con los fines contemplados en los Reales Decretos de creación, las SODI podían ser cualquier cosa de entre la lista que sigue:

— Un servicio de estudios macroeconómicos, en prolongación de las Facultades universitarias (en una interpretación parcial del art. 2.°, punto 5).

— Un eje de la política industrial autónoma con tendencias autarquizantes, al estilo del INI en su primera fase (aun en contradicción con el preámbulo de los Reales Decretos de creación).

— Un instrumento de desarrollo corporativo del propio Instituto adecuado a las peculiaridades de cada región.

— Un ente que, bajo la denominación de sociedad de desarrollo, cumpliera funciones, para las Cajas de Ahorros de cada región, similares a las que cumple la Banca industrial para la gran Banca comercial nacional.

La descripción de objetivos en los Reales Decretos de creación de las SODI es mucho más vaga que la enumeración de causas y objetivos contemplados en la Ley fundacional del INI (9). En ella la descripción de causas y objetivos sigue un orden lógico; se parte de un ideario industrial para constatar dos obstáculos a tal ideario: los defectos del mercado financiero y la falta de empresarios para ejecutar tales programas.

Nada de esto es asimilable al reciente origen de las SODI, ni podía serlo. Ya se ha dicho que la estructura presidencialista del organismo autónomo INI facilita la impronta personal de la presidencia ejecutiva frente a la concepción de sociedad anónima de las SODI. La impronta de Suanzes es consustancial a la definición de objetivos del INI, que los precitados historiadores concretan en dos: el aumento de la producción bruta y la sustitución de importaciones. Pero, sobre todos los elementos del *puzzle,* hay una imagen, una finalidad irrepetible en las circunstancias históricas de las SODI: la preparación industrial, mediante las sucesivas leyes de protección a la industria nacional de 1939 y la creación del propio INI, para una eventual economía de guerra (10).

Así, pues, la descripción de objetivos y el «ideario» industrial de las SODI es mucho más vago que el correspondiente a los orígenes del INI; y, quizás, afortunadamente. Esta última expresión hace referencia al hecho de que, desaparecido el contexto o la idea que propicia la creación de una empresa, es preciso aquel *tour de force* excepcional que no todos los gerentes saben ejecutar. Carentes de un ideario u objetivos industriales al estilo del INI, las SODI responden a una estrategia de promoción industrial a través de diferentes vías de mediación financiera que puede adaptarse a distintos contextos, sin desempeñar el protagonismo industrial que históricamente caracteriza al INI.

Por todo ello, difícilmente puede esperarse que las SODI cumplan con pragmatismo la misión de departamento de es-

tudios macroeconómico para la planificación económica regional o, siquiera, para la coordinación de la actuación del INI en la región. Respecto a la primera misión, carecen de competencias administrativas específicas, imprescindibles para traducir cualquier iniciativa con pragmatismo. La segunda, va contra la lógica del tiempo en la industria moderna, como va igualmente contra dicha lógica la pretensión de hacer de las SODI pequeños embriones de «INI regionales autárquicos».

La diferente aplicación de la diversificación del riesgo en el INI y las SODI

Toda corporación en crecimiento tiene que optar por determinadas decisiones en cuanto a su diversificación de riesgo. Por lo general, las corporaciones crecen multinacionalmente, manteniendo una relativa especialización sectorial, aun cuando controlen patrimonialmente otras actividades que se gestionan independientemente. La Banca internacional de un amplio grupo de países occidentales ofrece ejemplos al respecto sobre los que se volverá en el apartado V. Por lo general, las relaciones entre empresas independientes de un mismo grupo o corporación se limitan a la existencia de un *holding* financiero que evita intervenir en la gestión de las empresas para eludir una concentración de errores allá donde se supone concentrado el poder.

El INI sigue una dinámica peculiar difícilmente repetible en las SODI. La fase de diversificación sectorial autárquica supone la intervención, con desigual fortuna, en sectores poco conocidos por el propio *holding;* pero las circunstancias históricas lo justifican. Con el comienzo de la «apertura» en 1958, Suanzes parece entrar en una fase de cautela: las empresas creadas entre 1960 y 1963 se limitan principalmente a la especialización en sectores ya conocidos del Instituto: petróleos, carbón, otra minería y electricidad. Pero el Instituto se había diversificado ya, peligrosamente, controlando una serie de actividades en las que el tiempo demostraría la imposibilidad de subsistir a la competencia internacional (o de las multinacionales sectoriales) sobre una base industrial estrictamente nacional.

El crecimiento de las SODI responde a una estrategia distinta. En cuanto entidades financieras, las SODI están obligadas a crecer con una diversificación del riesgo financiero; pero, por su naturaleza, pueden eludir la competencia directa con corporaciones sectorialmente mejor preparadas para ejercer una gestión empresarial. Además, las SODI pueden diversificar su riesgo financiero limitándose a intervenir en sectores previamente seleccionados, bajo un enfoque híbrido de diversificación financiera y especialización sectorial, pero sin acceder a la gestión. Por el contrario, el INI no puede renunciar a ejercer la gestión de una empresa controlada mayoritariamente y, si su filosofía original es válida, debe tratar de fortalecer una industria nacional allí donde las multinacionales son más poderosas. Ello es un imposible lógico en una economía industrial abierta a las relaciones internacionales y de ahí el fracaso del enfoque de la industria «nacional» en la crisis industrial transnacional que sucede al *crack* energético.

Señalemos, finalmente, que las SODI responden a una estrategia de diversificación financiera distinta de la de diversificación del control industrial practicado por el INI. Pero es oportuno tomar lecciones de la experiencia: si es lógica la aspiración de «crear y controlar una industria regional» no ha de ser menos lógica la consecuencia: cosechar números rojos. El INI debe adaptar su estrategia a los principios de una economía industrial multinacional, fase que podría periodificarse a partir de 1978, cuando el balance consolidado del INI arroja, por primera vez en su historia, abultadas pérdidas al activo. Las circunstancias históricas protagonizadas por el Instituto pueden justificar ese revés. Nadie podría explicarse que las SODI recorrieran a escala regional una etapa ya quemada por el INI a escala nacional hace treinta años.

III. UNA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO EN TRES FASES SOBRE EL PRINCIPIO DE EQUILIBRIO FINANCIERO (1977-86)

1. Primera fase (1977-78). Creación de equipo y definición del perfil empresarial: el riesgo del Parkinson administrativo

1.1. Mecánica de funcionamiento de una SODI

La principal dificultad, en la primera etapa de las SODI, fue la de diferenciar su naturaleza

empresarial de la de otros órganos administrativos ejecutores del gasto público. El anecdotario del año 1977 sería inagotable y, a modo de resumen, puede decirse que giraba sobre la idea de que las SODI eran como una versión actualizada de los Planes de Desarrollo con dotaciones presupuestarias anuales a distribuir entre los empresarios más avispados de cada región.

La confusión inicial respecto a las funciones de las nuevas SODI, condujo a los ofrecimientos más conspicuos que puedan imaginarse. La flecha contenida en el diagrama pretende resumir las funciones de una SODI, por otra parte evidentes a la luz del estatuto de las mismas. Los enunciados del diagrama no requieren comentario adicional.

1.2. El riesgo del Parkinson administrativo

Las tres nuevas SODI se encontraban, a mediados de 1977, con un consejo de administración, un gerente, 250 millones de capital correspondientes al primer dividendo pasivo desembolsado en el acto de constitución y depositado entre los propios accionistas privados (Cajas). Con la excepción de SODICAN, que contaba con una cierta infraestructura de la precedente «Delegación del INI en Canarias», las nuevas SODI navegaban en la liquidez excepcional de sus cuentas financieras de activo, debatiéndose entre seguir el rumbo que pretendía imponerse desde la Dirección de Desarrollo Regional del INI y proceder a fungir del modo más rápido posible los 250 millones de sus cuentas financieras de activo, para solicitar de inmediato el segundo dividendo pasivo.

Al igual que las disponibilidades líquidas posibilitan el desarrollo del gasto y la inflación, las disponibilidades financieras del sector público posibilitan la contratación de personal con relativa independencia de su nesidad o utilidad. Las SODI constituían una ocasión excepcional a este respecto; la liquidez que siguió al desembolso de su primer dividendo pasivo constituía una invitación, aparentemente invencible, a la creación de un Parkinson administrativo. La avalancha de solicitudes de partipación hubiera podido justificar un criterio generoso en la contratación, poniendo en dificultades el mantenimiento del equilibrio financiero (de la cuenta de explotación primero y del balance después) a medio plazo. Es obligado analizar el comportamiento de las SODI entre 1977 y 1980 para entender la disciplina financiera impuesta al objeto de impedir un descontrol en la formación de plantillas.

2. El equilibrio financiero como principio de disciplina en la fase de la transición (1978-80)

Desde finales de 1977, las SODI se configuraban conforme a la siguiente definición (acuñada, no obstante, con posterioridad): Sociedades mercantiles de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, la mediación financiera a medio y largo plazo y la prestación de servicios.

2.1. Criterios organizativos iniciales (1977-78)

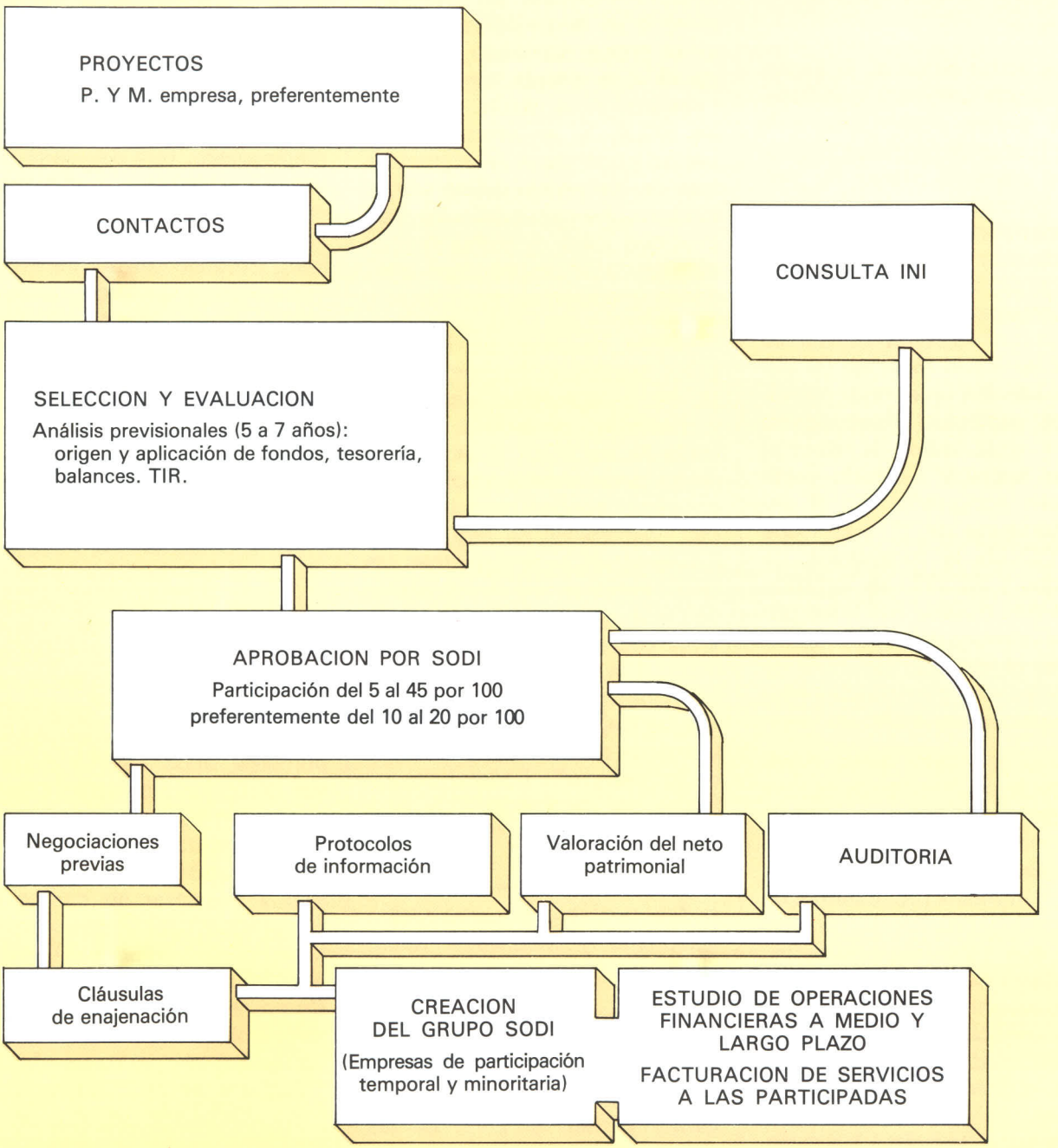
El énfasis dado al calificativo «mercantil» se concreta en la búsqueda del equilibrio financiero desde los primeros ejercicios. La política de equilibrio financiero se tradujo en las siguientes pautas de comportamiento orientadas a mantener los gastos originados por la organización inicial de las SODI dentro de las posibilidades de sus ingresos corrientes:

1) Creación de un equipo muy reducido de profesionales (media docena entre analistas financieros e ingenieros con experiencia en gestión de empresas), bajo la dirección de un gerente con no menos de diez años de experiencia en la dirección de Banca industrial o experiencia de gestión asimilable. Empleo total en el primer ejercicio en torno a diez empleados.

2) Evitar la creación de oficinas de representación durante los dos o tres primeros ejercicios, limitándose a desplazar profesionales dentro de la región cuando ello fuera preciso. Se pretendía mantener una relación de promoción estrecha y sostenida con los jefes de inversión de las Cajas de Ahorros, evitando una carga innecesaria sobre la cuenta de explotación de la SODI. Las gestiones locales de las SODI podían desempeñarse, aunque fuera provisionalmente, por las Cajas de Ahorros accionistas.

3) Eludir encargos de estudios y tareas de investigación regional, excepto cuando fuera posible su facturación a la entidad que encargara dichos estudios. Se pretendía evitar que las SODI se convirtieran en una

MECANICA DE FUNCIONAMIENTO DE UNA SODI



Asociación de Amigos del País con cargo a una explotación deficitaria.

Bajo estos criterios, la explotación podía presentar una cuenta de gastos acomodada a la única fuente de ingresos posible en los primeros meses de gestión: los intereses de las cuentas financieras de activo. En el período que va de julio de 1977 a junio de 1978 se examinaron 197 proyectos, seleccionándose 21 con un volumen de capital social de 3.500 millones de pesetas (de los que una participación sustancial correspondía a tres sociedades de elevado capital social y reducida participación accionaria). En el primer semestre de 1978 se inicia en SODIAN la facturación de servicios y en 1979 se ingresan en las tres nuevas SODI los primeros dividendos correspondientes al ejercicio de 1978 de las sociedades participadas hasta mediados de 1978.

Como es obvio, tales ingresos resultaban modestos en una fase tan temprana y hubieran conducido a pérdidas en la explotación de no haber contado con los ingresos procedentes de las cuentas financieras de activo o, aun contando con éstos, de haber iniciado la explotación con una nómina generosa. La estructura básica de la cuenta de explotación y balance de las SODI, a finales de esta primera fase, se pretendía conducir conforme al esquema (en millones de pesetas de 1978) que recoge el cuadro n.º 1.

2.2. Disciplina financiera y despegue organizativo (1978-80)

El desarrollo de los criterios organizativos iniciales supone la adopción por las SODI de una postura modesta en relación, tanto a su lanzamiento político en el primer semestre de 1977, como a la propia «grandeza», inherente a la razón social de las SODI. Y, en efecto, al estrépito inicial de 1977, sigue una fase de discreción deliberada, a la espera de circunstancias más propicias para el curso normal de la vida social de unas entidades financieras.

Desde mediados de 1978 las SODI regularizan su política mixta de participación accionaria y mediación financiera. La entrada de las SODI en el ámbito de los préstamos a medio y largo plazo encuentra determinadas resistencias en algunos de los accionistas para quienes las SODI debieran limitar su actividad a la participación accionaria y al otorgamiento de avales, o sea a la asunción del riesgo. La actitud del INI, secundada por las Cajas más activas en los Consejos de las SODI, en favor de un desarrollo integral del estatuto de mediación financiera de 1977 (diciembre 1976 y marzo de 1977), termina imponiendo el perfil de las SODI como entidades mixtas de participación accionaria y mediación financiera.

Los criterios seguidos desde mediados de 1978 se orientan a diversificar las fuentes de ingresos de explotación (permitiendo reducir el peso de las cuentas financieras de activo), manteniendo los gastos limitados por la capacidad de cobertura de los ingresos corrientes. Tales criterios pueden resumirse del modo que sigue:

1) Incrementar y diversificar los ingresos distintos a los procedentes de las cuentas financieras de activo, al objeto de equilibrar los gastos generales de la SODI con tales ingresos a partir del quinto año de vida social.

2) Tal criterio implica dos objetivos, uno a corto y otro a medio plazo, que conviene matizar. El objetivo a medio plazo es obvio: facturar todos los estudios y servicios manteniendo los gastos de estructura en un crecimiento moderado, hasta alcanzar la dimensión razonable en una sociedad de desarrollo regional.

El objetivo inmediato fue, lógicamente, motivo de controversia entre los accionistas (algunas Cajas y un Banco) opuestos a la mediación financiera y los accionistas (INI y mayoría de las Cajas) partidarios de dicha intermediación financiera. Dado que el estatuto de las SODI limita la posibilidad de préstamos a las sociedades participadas y que, por otra parte, el número de éstas era en los primeros años muy reducido, las SODI no contaban con la dimensión de operaciones activas suficientes para lanzarse a una captación sustancial de pasivo y alimentar su cuenta de explotación con un pequeño diferencial (2 a 3 por 100) sobre el coste de captación de pasivo. Como, además, la crisis industrial limita muy seriamente la capacidad de ingresos de las SODI por vía de dividendos de sus participadas, aquéllas se encontraban ante un nudo gordiano a la hora de mantener a corto plazo el objetivo de equilibrio financiero.

3) En consecuencia, las SODI contaban con tres alternativas para mantener su equilibrio financiero a corto plazo (durante los cinco primeros ejercicios sociales), aparte de des-

CUADRO N.º 1

ESQUEMA DE CUENTAS DE UNA SODI HIPOTETICA A LOS 12 MESES DE SU CONSTITUCION, CONFORME LOS OBJETIVOS Y CRITERIOS EXPUESTOS EN EL TEXTO. DEBE OBSERVARSE QUE EL PRIMER AÑO DE ACTIVIDAD AL QUE HACE REFERENCIA ESTE CUADRO NO COINCIDE, POR RAZONES DE CALENDARIO, CON EL EJERCICIO INAUGURAL (1-I A 31-XII CONFORME LA LEY DE SOCIEDADES ANONIMAS) (En millones de pesetas de 1978)

EXPLOTACION

DEBE		HABER	
Sueldos y salarios	16	Ingresos de explotación (facturación de servicios).	5
Gastos de Consejo	1	Dividendos percibidos	—
Otros gastos de la Sociedad	1	Ingresos atípicos	15
Saldo acreedor	2		
TOTAL	20	TOTAL	20

BALANCE DE SITUACION

ACTIVO		PASIVO	
Inmovilizado material	30	Capital desembolsado	250
Inmovilizado financiero	75	Capital pendiente de desembolso	750
Gastos amortizables	5		
Cuentas financieras de activo	140		
TOTAL	250	TOTAL	250

arrollar en todo caso su prestación y facturación de servicios. Tales alternativas eran:

— Primera, mantener la proporción excepcionalmente alta de las cuentas financieras dentro de su activo, al igual que en el primer ejercicio social, para cubrir los gastos de explotación con ingresos atípicos. Esta opción no era tolerable para el INI, que se convertía en depositante de fondos en las Cajas, ni para la gerencia de las SODI.

— Segunda, desarrollar intensamente la toma de participaciones accionarias al objeto de nutrir la explotación con los modestos dividendos de un número creciente de participadas. Tal alternativa era altamente peligrosa, ya que conducía a un crecimiento difícilmente controlable de la cartera de participadas a las que se facilitaba financiación privilegiada mediante recursos propios sin coste exigible (el dividendo sólo es exigible una vez obtenidos beneficios).

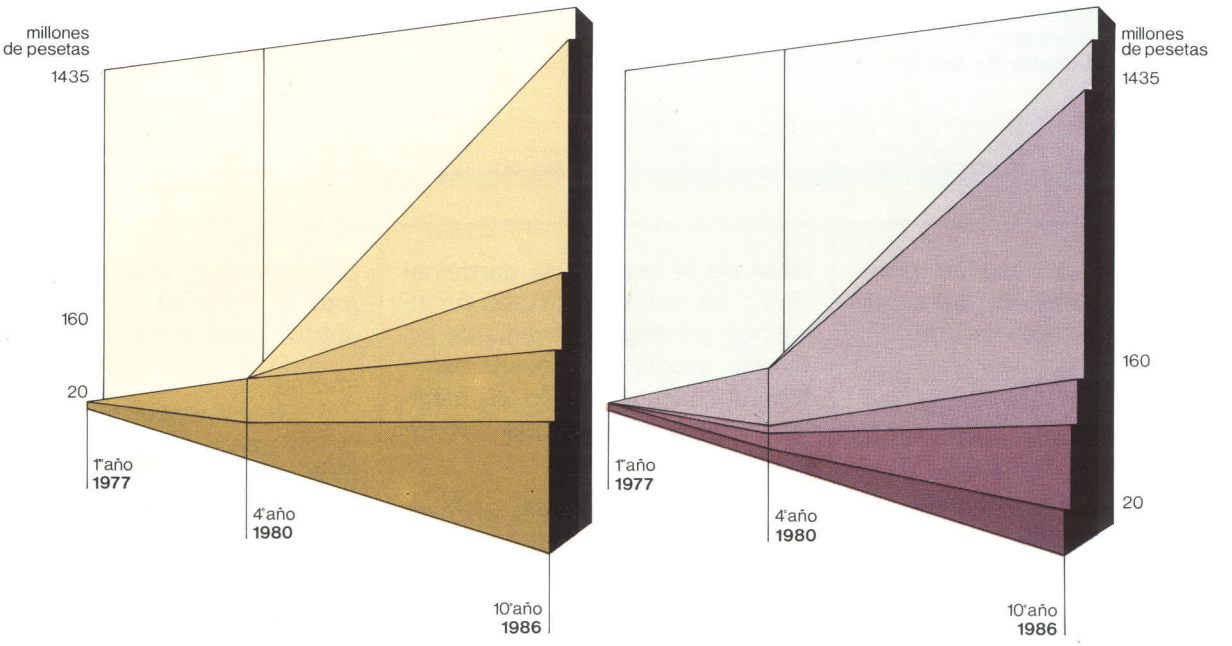
En realidad, éste era el planteamiento inicial del estatuto de SODIGA en 1972. Tal alternativa conducía indefectiblemente a ampliaciones de capital de la SODI para mantener un elevado ritmo de inmovilizaciones financieras de baja rentabilidad (pues baja es la rentabilidad por vía de dividendo en una etapa de crisis industrial e inflación); en el momento en que los accionistas privados hubieran declinado participar en las ampliaciones de capital, el INI se hubiera visto obligado a tomar una participación progresivamente mayor, rompiendo el equilibrio regional-estatal del accionariado.

— Finalmente se optó por una tercera alternativa, defendida desde la Dirección de Desarrollo Regional del INI e iniciada de modo particularmente activo por SODIAN. La alternativa era, obviamente, la de prestar temporalmente con recursos propios a las empresas participadas, diversificando el riesgo contraído con las mismas entre capital y exigible de las empresas participadas. No hace falta decir que prestar con recursos propios (de las SODI) constituye una heterodoxia financiera, sólo justificable temporalmente por las circunstancias expuestas con anterioridad.

GRAFICO 1.
EVOLUCION PLANEADA DE LA CUENTA DE EXPLOTACION DE UNA SODI, EN SUS DIEZ PRIMEROS AÑOS DE ACTIVIDAD
(Millones de pesetas constantes de 1980)

El gráfico resume la evolución de la cuenta de explotación tomando como referencia los ejercicios 1.°, 4.° y 10.° que definen las tres fases analizadas en el texto. La evolución de las diferentes partidas tiene un perfil peculiar respecto a cualquier intermediario financiero bancario, por la restricción estatutaria que limita las operaciones de mediación financiera con las empresas participadas. Obsérvese que:

- Los salarios, que constituyen la casi totalidad de los gastos de estructura, pierden importancia al crecer las operaciones de mediación en la 3.ª fase. Se procura siempre mantener un equilibrio con los ingresos por facturación de servicios.
- A largo plazo, los costes de captación de pasivo constituirán el factor determinante de las SODI. Los ingresos por préstamos deben cubrir los costes de captación de pasivo y la provisión por fallidos.
- Los ingresos por dividendos y plusvalías jamás llegarán a suponer un porcentaje significativo del haber. La participación accionaria de la SODI es una vocación estatutaria pero no un buen negocio.



DEBE

Salarios y otros gastos de estructura
Resultados
Provisiones por fallidos
Costes de pasivo

HABER

Ingresos atipicos
Ingresos por facturación servicios
Dividendos recibidos
Ingresos por prestamos
Plusvalias por enajenación de participaciones

GRAFICO 2.

EVOLUCION PLANEADA DE LA ESTRUCTURA DEL BALANCE DE UNA SODI, EN SUS DIEZ PRIMEROS AÑOS DE ACTIVIDAD (Millones de pesetas constantes de 1980)

El gráfico resume la evolución de las masas patrimoniales del balance de los ejercicios 1.° 4.° y 10.° que definen las tres fases analizadas en el texto. Obsérvese que:

- Tras una fase inicial de equilibrio entre las operaciones de participación y préstamo, es de esperar que éstas acaben predominando en una proporción de uno a tres.
- La expansión de las SODI sigue el principio de aplicar recursos ajenos a préstamos. Los recursos ajenos deben ser obligaciones computables y otros fondos.
- El inmovilizado material de las SODI no crece con la expansión de las mismas, ya que éstas deben recurrir a mecanismos de financiación distintos a la tradicional expansión de la red de sucursales bancarias. Es de esperar que las SODI puedan obtener financiación del Fondo Monetario de Compensación Interterritorial, ya que parecen poco probables fuentes, como el Crédito Oficial o los préstamos de regulación especial, previstas en los estatutos de creación de las SODI. El recurso al interbancario debiera ser una opción a largo plazo.
- Toda solicitud del Gobierno a las Cajas, en forma de coeficientes de inversión en favor de la financiación por acciones u obligaciones de las SODI, debiera extenderse al resto de las instituciones financieras que operan en la región en proporción a su captación de recursos en las mismas.

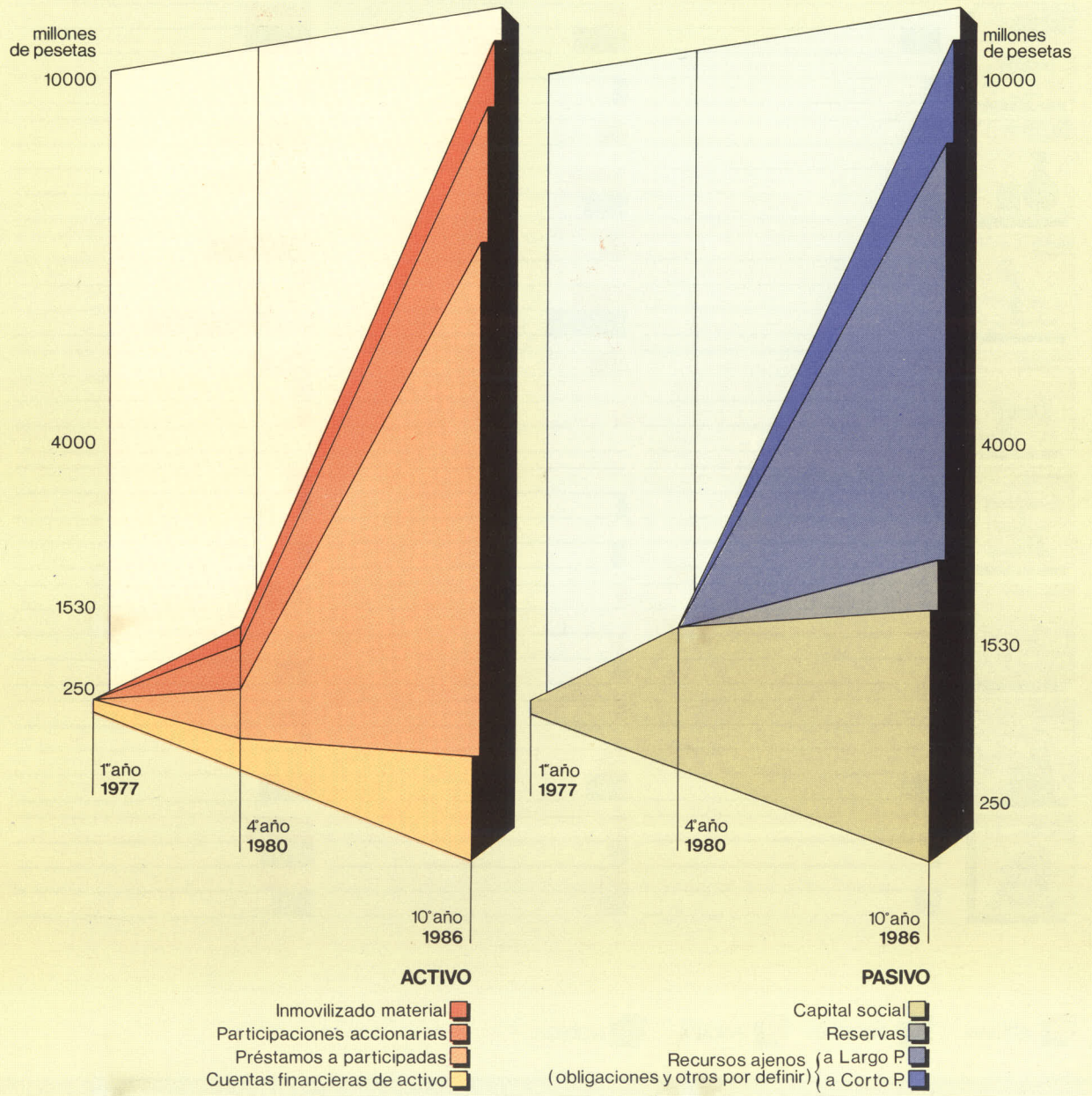


GRAFICO 3.

EMPRESAS PARTICIPADAS POR LAS SODI A 31-XII-80 SECTORES

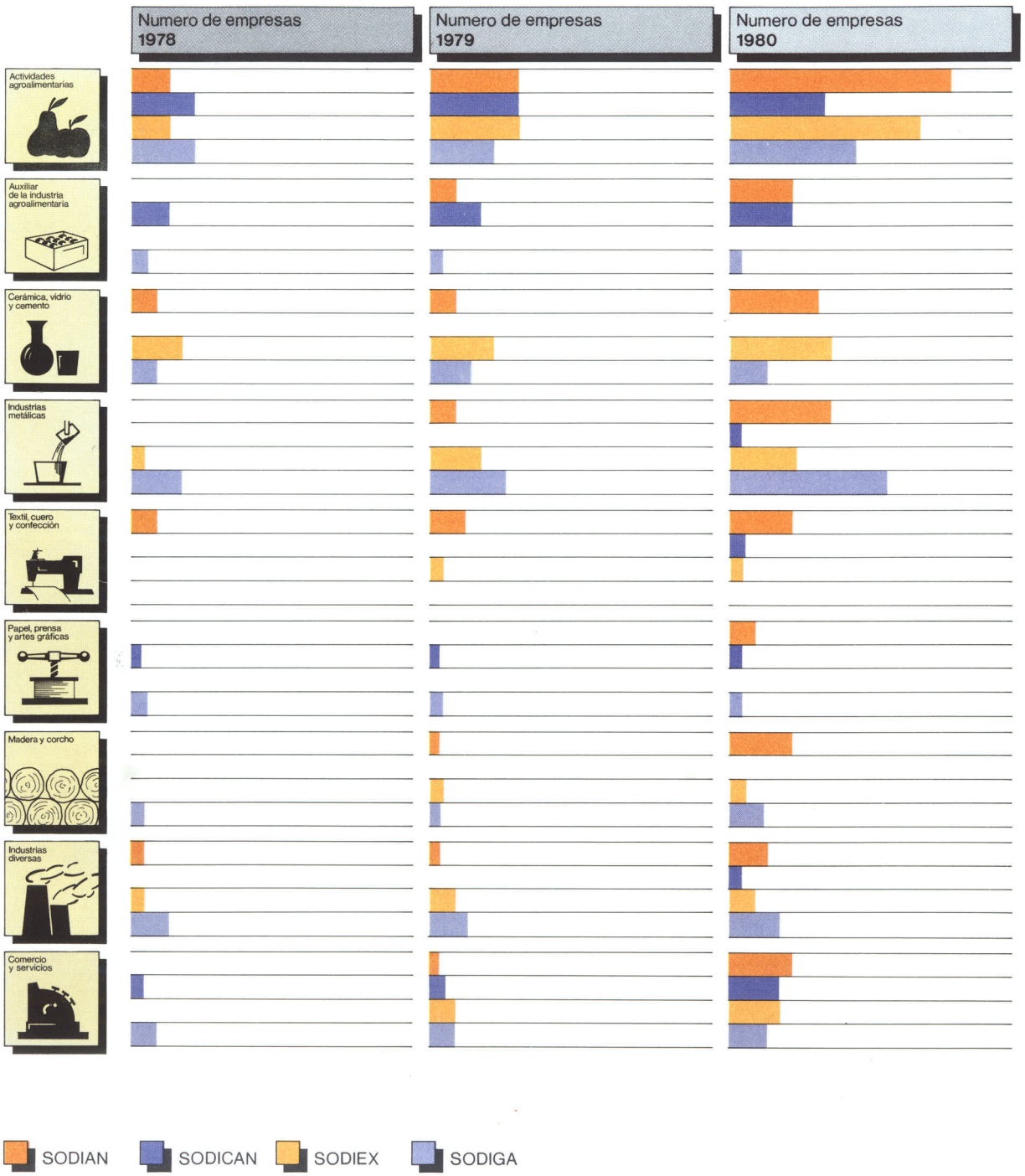
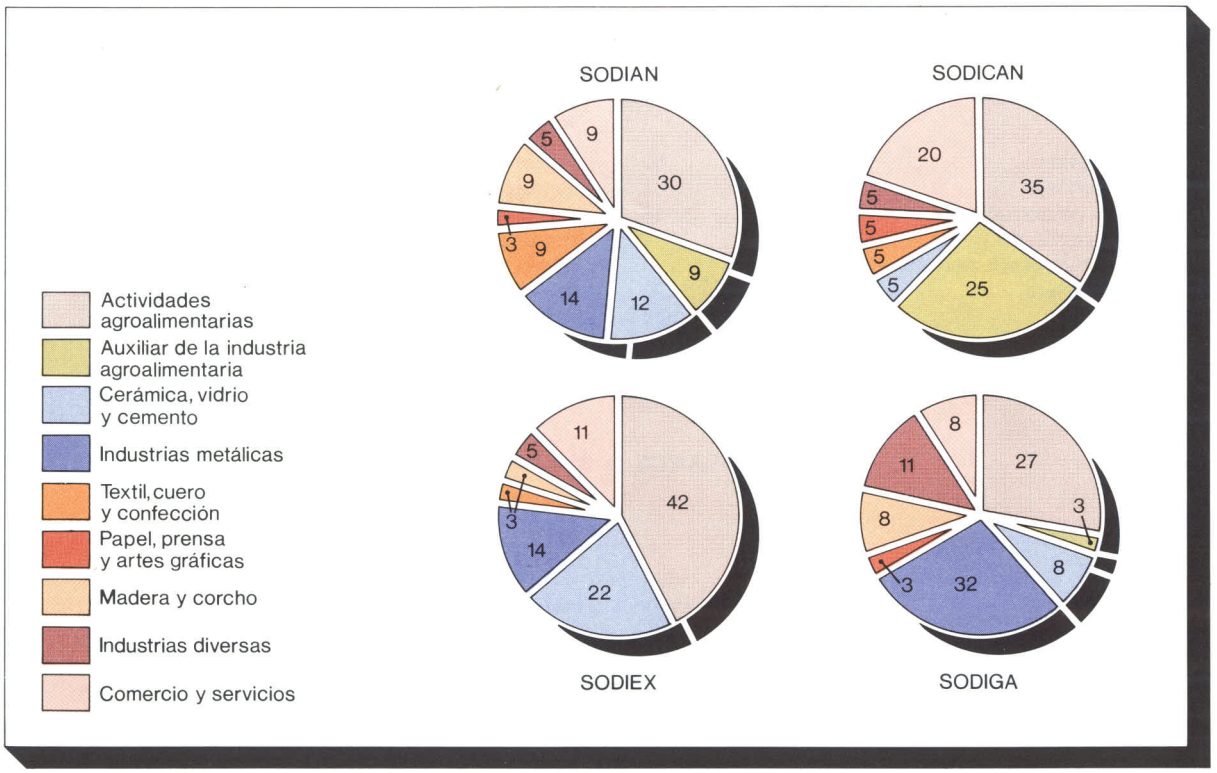


GRAFICO 4.
EMPRESAS PARTICIPADAS POR LAS SODI A 31-XII-80
PESO RELATIVO DE CADA SECTOR



4) En suma, la política de equilibrio financiero, en la fase de despegue organizativo de las nuevas SODI (de mediados de 1978 a 1980, inclusive), se concretaba en una política de crecimiento muy moderado, manteniendo una participación reducida (10 a 15 por 100 de capital), complementada con financiación a medio y largo plazo (cuatro a siete años).

De este modo, los objetivos medidos en la cuenta de explotación y balance de una SODI, para finales de 1980, podían concretarse en el esquema (en millones de pesetas de 1980), que se presenta en el cuadro n.° 2.

La lectura del cuadro n.° 2 requiere dos observaciones preliminares. Primera: el cuadro recoge una situación de transición entre el ejercicio inaugural (fase primera de creación) y la fase tercera de desarrollo pleno, caracterizada por la normal captación de pasivo y su aplicación a operaciones activas, fase a la que se dedica el epígrafe 2.3 de este capítulo. En segundo lugar, el cuadro n.° 2 no corresponde a una SODI específica sino que tiene algo de normativo, de lo que debiera ser el normal desarrollo de una institución financiera de la naturaleza de las SODI, con independencia de la evidencia específica de cada una de las cuatro SODI existentes. Aunque el autor ha tenido presente elementos de cada una de las SODI, el cuadro n.° 2 contiene normas implícitas para definir la dirección de una nueva SODI en los cuatro primeros ejercicios de vida social, a la luz de la experiencia acumulada por las cuatro SODI preexistentes entre diciembre de 1976 y 1980.

En suma, debe retenerse la idea de que este cuadro corres-

CUADRO N.° 2

ESQUEMA DE CUENTAS DE UNA SODI HIPOTETICA A LOS CUATRO AÑOS DE SU CONSTITUCION, ANTES DE INICIAR LA FASE DE CAPTACION DE PASIVO PARA APLICACION A OPERACIONES ACTIVAS CON SUS EMPRESAS PARTICIPADAS (CONDICION ESTATUTARIA)
(En millones de pesetas de 1980)

EXPLOTACION (Y OTROS RESULTADOS)

DEBE		HABER	
Sueldos y salarios	60	Ingresos por facturación de servicios	30
Gastos de Consejo	2	Ingresos por avales	2
Otros gastos de estructura	18	Ingresos por dividendos	18
Costes financieros de pasivo	—	Ingresos atípicos	15
Provisión por depreciación de inmovilizado financiero (cartera)	20	Ingresos préstamos financieros	80
Saldo acreedor	60	Plusvalías realizadas en la enajenación de inmovilizado financiero (cartera)	15
TOTAL	160	TOTAL	160

BALANCE (a 31-XII-1980)

ACTIVO		PASIVO	
Inmovilizado:		Capital social (desembolsado)	1.500
Material	80	Reservas	30
Financiero	1.220	Exigible a largo plazo	—
Permanente (acciones) 660		1.ª emisión de obligaciones, 500 (en las cuentas de orden debiera reflejarse que se trata de una emisión en proceso de suscripción pendientes de disposición).	
Temporales (préstamos) 560			
Circulante (servicios pendientes de facturación, principalmente)	15		
Cuentas financieras (para un ritmo de inversión financiera mensual próximo a 100 millones)	215		
TOTAL	1.530	TOTAL	1.530
Cuentas de orden y especiales	×	Cuentas de orden y especiales	×

ponde a una situación de transición y que, al igual que el cuadro n.° 3, posterior, contiene un enfoque normativo antes que meramente descriptivo.

La fase de transición que se examina se caracteriza, desde el punto de vista organizativo, por una expansión del equipo humano y de los medios materiales hasta alcanzar una dimensión técnica que sólo aumentará marginalmente a partir del cuarto o quinto ejercicio de actividad. De la media docena de profesionales cualificados y primera sede social contemplada a finales del primer año de actividad (mediados del ejercicio de 1978), puede pasarse a finales de 1980 (a los cuatro años de su constitución y a los tres y medio de actividad) a un equipo de veinte a treinta técnicos de experiencia y cualificación más diversificada, con una plantilla global en torno al medio centenar de empleados y una o dos pequeñas delegaciones en las localidades más significativas de la región, dando lugar a los gastos que se recogen en el cuadro n.° 2.

Tal desarrollo de la estructura (que sigue manteniéndose en unos límites modestos) resulta imprescindible en esta fase intermedia de la SODI para hacer frente a una avalancha inicial de expedientes (llegados por los procedimientos más diversos) a los que es preciso atender por razones mercantiles ob-

vias, aun cuando las expectativas de formalización de una operación y/o facturación de un servicio sean muy limitadas. Sin embargo, los cuatro primeros ejercicios determinan la acumulación de un trabajo de análisis del riesgo (proyectos o empresas existentes en la región) que resulta imprescindible de cara a una expansión posterior de la SODI.

Reducción de las cuentas financieras de activo y diversificación de ingresos

Esta es, sin duda, la característica financiera más notable de las SODI en la fase de transición desde su ejercicio constitucional a la fase de pleno desarrollo mediante la captación de pasivo. Una comparación de los cuadros núms. 1 y 2 permite observar que las cuentas financieras de activo han cedido progresivamente su importancia al inmovilizado financiero. Las cuentas financieras representaban al finalizar el primer año de actividad un 56 por 100 del activo de la SODI y proporcionaban un 75 por 100 de los ingresos de explotación (atípicos).

Al finalizar el cuarto ejercicio, el balance y la cuenta de explotación van adquiriendo progresivamente el aspecto propio de una sociedad de inversión y mediación financiera. Las cuentas financieras están ajustadas a unas necesidades de inversión financiera que se han elevado hasta alcanzar un ritmo mensual de inversiones próximo a los 100 millones de pesetas, mientras que el inmovilizado financiero supone ya un 80 por 100 del activo. Es incluso dudoso que estas cuentas de activo puedan generar unos ingresos atípicos de 15 millones que, por otra parte, apenas suponen un 9 por 100 de los ingresos de la SODI.

Es obvio que la SODI se alimenta de los ingresos por préstamos y que la provisión de fondos mediante recursos propios resulta manifiestamente heteredoxa. Ya se ha explicado con anterioridad que se trata de una situación transitoria y justificable en una concepción previamente definida acerca de las tres fases de crecimiento de una SODI, que ni puede cubrirse con dividendos ni puede intermediar con sociedades no participadas. Los ingresos por préstamos (50 por 100 del total de la explotación) contrastan con un coste nulo de la captación de pasivo, pero el balance anuncia la disposición de una emisión de obligaciones que alterará la presente situación.

En todo caso, *la diversificación de ingresos es considerable,* con seis fuentes, de entre las que destaca por su volumen la facturación de servicios y, por el mismo motivo pero a *sensu contrario,* la facturación por avales. El aval sería, en teoría, una fuente de ingresos muy adecuada para una SODI en una etapa de normalidad industrial, muy en línea con la venta de servicios financieros propia de un *merchant bank* con limitada capacidad de inmovilización financiera. Pero la actual etapa de inestabilidad industrial hace poco aconsejable esta actividad, por su elevado riesgo, para unas sociedades nacientes. De hecho, la cifra por avales corresponde a 150 millones avalados a 31 de diciembre de 1980 que, suponiendo un 10 por 100 de los recursos totales de la SODI, resulta una hipótesis bastante consistente con la realidad. Por lo demás, los ingresos por dividendos reflejan la limitada capacidad de esta fuente de ingresos en un año como 1980, así como una preferencia por la solidez financiera en las participadas de las SODI.

La relación entre inmovilizado financiero por acciones y por préstamos es consistente con la realidad, como se comprobará en el siguiente apartado. Sin embargo, el futuro debe apuntar a un crecimiento más sensible en los préstamos con recursos ajenos que en las participaciones con recursos propios. La provisión para fallidos de la cuenta de explotación es algo optimista en un año de crisis, pero es conveniente en un cuadro como el n.° 2, que tiene bastante de normativo y didáctico. Finalmente, los ingresos por plusvalías se refieren a las realizaciones y no a las formalizadas en los acuerdos de enajenación.

3. Tercera fase: Captación de pasivo y aplicación a operaciones de activo (1981-86)

La tercera fase en el desarrollo de las SODI se inicia con la captación de pasivo exigible —principalmente por emisiones de obligaciones— para su aplicación a operaciones activas y conduce, a los diez años de creación de una SODI, al inicio de su madurez como institución financiera.

La cuenta de explotación para 1986 y el balance a 31 de diciembre de 1986 (cuadro n.° 3) se basa en las peculiaridades del estatuto de las SODI (de

1976) respecto al de las SDR francesas y al de la Banca industrial española. La principal de las tres peculiaridades es la de que, al ser las SODI sociedades basadas en la participación accionaria, el apalancamiento de sus recursos ajenos en recursos propios es reducido (cuatro a uno), y su inmovilizado financiero en acciones relativamente elevado respecto al de crédito (uno a tres).

Relación recursos propios «versus» recursos ajenos

El lector puede quedar sorprendido al examinar la relación de recursos propios respecto a recursos ajenos, relación que en la Banca industrial puede llegar a ser de diez a uno (y en la Banca comercial española de veinte a uno, siendo incluso superior en el sistema financiero italiano). Considérese la proporción cuatro a uno como una estimación normativa del autor de este artículo, ya que son los Consejos de Administración de las SODI y el Gobierno, a través del INI, quienes deben resolver en última instancia el camino a seguir.

El lector puede ejercitarse en hacer supuestos acerca de los calendarios de emisiones y amortizaciones (lineales o no; con períodos de gracia homogéneos o no, etc.) y jugar con la tasa de inflación para convertir las pesetas constantes de 1980 en pesetas corrientes de los diferentes años. En particular, el cuadro n.° 3 refleja emisiones anuales de 500 millones entre 1981 y 1983 y emisiones semestrales de 1984 a 1986, que dan un montante total de 5.100 millones de pesetas, del que parte es ya exigible a corto plazo o ha sido amortizado.

El exigible recoge otras dos fuentes de financiación reconocidas en el estatuto de las SODI. No podría dejar de contemplarse semejante posibilidad, pero es menester advertir que el autor de este trabajo no considera a las SODI como administradoras de crédito oficial o de préstamos de regulación especial.

Con todo, parece evidente que el futuro a medio plazo de las SODI debe orientarse al crecimiento mediante la captación de recursos ajenos y su aplicación preferente a financiación externa de participadas. Compárense los balances correspondientes a la fase segunda (31 de diciembre de 1980) y a la fase tercera (31 de diciembre de 1986, en millones de pesetas constantes de 1980): las ampliaciones de capital han sido muy moderadas en términos reales (de 1.500 a 2.000 millones en pesetas de 1980) y orientadas a financiar las participaciones accionarias que se recogen como inmovilizado financiero permanente (aun cuando dichas participaciones tengan un límite de diez años).

El factor fundamental del crecimiento, desde el punto de vista del activo, lo constituyen los préstamos a participadas, que en 1980 eran levemente inferiores al volumen de inversión en acciones y ahora casi lo triplican (6.700 millones en créditos y 2.450 millones en participaciones). Todo ello refleja, en suma, las tres reglas de comportamiento características de una SODI:

1) Recursos propios de las SODI a recursos propios de sus participadas y recursos ajenos de las SODI a recursos ajenos de sus participadas.

2) Tendencia a la inversión en créditos en proporción de entre tres y cuatro a uno respecto a inversión en participaciones, tendencia planeada desde la constitución de las SODI, pero sólo viable a partir de esta tercera fase.

3) Apalancamiento de recursos ajenos en propios y proporción de créditos a inversiones inferiores a los habituales en la Banca industrial española y en las SDR francesas (que, pese a ser inicialmente sociedades de participación, han abandonado totalmente esta faceta en favor de la intermediación financiera). Se evidencia así que la SODI tiene una peculiar misión de promoción industrial mediante la asociación en el riesgo de los recursos propios de sus participadas.

Otras rúbricas del balance. Las cuentas financieras de activo

La SODI analizada refleja ya un exigible a corto plazo (a menos de dos años) que procede de los calendarios de amortización de sus emisiones de 1981 a 1984. El exigible a corto no implica variación alguna en el precepto estatutario que prohíbe la captación de depósitos a la vista. Sin embargo, es probable que en los próximos años se observe un desarrollo de las operaciones de emisión de obligaciones a medio plazo (tres a cinco años).

Las cuentas financieras de activo (600 millones de pesetas de 1980) se han estimado para un ritmo mensual de inversiones financieras de 200 millones de pesetas, amortizaciones de pasivo (obligaciones) de 60 millones y gastos mensuales de 10

CUADRO N.º 3

CUENTA DE EXPLOTACION Y BALANCE PREVISTOS PARA UNA SODI A LOS DIEZ AÑOS DE SU CONSTITUCION

EXPLOTACION (Y OTROS RESULTADOS) PARA 1986

(En millones de pesetas de 1980)

DEBE			HABER		
Sueldos y salarios	100		Ingresos por facturación de servicios	100	
Otros gastos de estructura	30		Ingresos por avales	15	
			Ingresos atípicos	30	
Subtotal		130	*Subtotal*		145
Costes de captación de pasivo	938		Ingresos por préstamos	1.140	
Provisión depreciación inmovilizado financiero (fallidos)	182				
Subtotal		1.120	*Subtotal*		1.140
			Ingresos por dividendos	75	
			Plusvalías realizadas en la enajenación de inmovilizado financiero	75	
Subtotal		—	*Subtotal*		150
Saldo acreedor		185			
TOTAL		1.435	TOTAL		1.435

BALANCE A 31-XII-1986

(En millones de pesetas de 1980)

ACTIVO			PASIVO		
Inmovilizado:			Recursos propios:		
Material		150	Capital social desembolsado		2.000
Financiero		9.150	Reservas		600
Permanente (acciones)	2.450		Exigible a largo plazo (más de dos años):		
Temporales (préstamos)	6.700		— Deuda viva de las emisiones anuales de obligaciones		4.400
Circulante (servicios pendientes de facturación)		100	— Crédito Oficial (con afectación específica)		1.200
Cuentas financieras		600	— Préstamos de regulación especial (con afectación específica)		400
			— Exigible a corto y medio (menos de dos años) por amortizaciones financieras		1.400
TOTAL		10.000	TOTAL		10.000
Cuentas de orden y especiales; avales		1.000	Cuentas de orden y especiales; avales		1.000
Otros		×	Otros		×

millones, siempre en pesetas de 1980. Las cuentas financieras de activo reflejan un encaje del 6 por 100 del total del pasivo y del 8 por 100 del pasivo exigible.

Sin embargo, estas proporciones, aunque similares al coeficiente de caja de la Banca, no guardan una relación jurídica o financiera con el análogo coeficiente bancario de liquidez. Las operaciones de ventanilla de una SODI son escasas y sus cuentas financieras de activo tienen un significado financiero y empresarial propio. Se trata del dinero en metálico necesario para atender a los pagos a la vista de la SODI (como toda empresa) y viene a ser el «almacén de productos terminados» de una empresa cuyo objeto es el comercio del dinero y cuya principal mercancía es la disponibilidad de dinero en sí misma.

Por lo demás, *el inmovilizado material* refleja un muy moderado crecimiento de 90 a 150 millones en seis años, lo que enlaza con el igualmente moderado crecimiento de los gastos de estructura. En realidad, las SODI contaban ya a finales de 1980 con la estructura material y humana básica para su gestión. Por ello, mientras los recursos totales han aumentado un 500 por 100, el inmovilizado material sólo aumenta el 70 por 100 en seis años.

Cuentas de orden y especiales

Las cuentas de orden destacan la rúbrica de avales que asciende a un 10 por 100 de las masas patrimoniales del balance. Ya se ha hablado en el subepígrafe anterior —correspondiente a la fase intermedia (1978-1980)—, de los problemas que presentan los riesgos por avales: a comienzos de 1981, las cuatro SODI tenían el 40 por 100 del volumen de avales otorgados a empresas en crisis. El aval no requiere inmovilización de recursos financieros y su otorgamiento se basa en un análisis muy medido del riesgo, de tal modo que, *prima facie,* constituye un instrumento idóneo para unas sociedades con limitados recursos y especializadas en el análisis del riesgo empresarial a largo plazo.

La teoría se encuentra limitada, no obstante, por la realidad. La crisis empresarial se tradujo en una petición de avales a las SODI en favor de sus participadas por parte de los eventuales prestamistas. Ello refleja hasta qué punto descansa en la SODI la solución de una eventual crisis en cualquiera de sus participadas. Al objeto de evitar una peligrosa concentración de riesgo por avales, las SODI han limitado al máximo su política de avales, limitándola al aval mancomunado con el resto de los accionistas y rechazando cualquier solicitud de aval solidario. El 10 por 100 de avales estimados para finales de 1986 refleja que esta política de avales restrictiva seguirá vigente.

La *cuenta de explotación* se presenta con una agrupación de conceptos que deben guardar cierto equilibrio parcial dentro del equilibrio global entre debe y haber.

Cobertura de los gastos de estructura

Como consecuencia de las emisiones de obligaciones, los gastos de estructura han dejado de ser los protagonistas de la cuenta de explotación. No obstante, y pese a su limitado importe, son el cerebro de la explotación y de la SODI. Los gastos de estructura (sueldos y salarios, y otros) habrán de tener una expansión muy moderada entre 1981 y 1986 en comparación con el crecimiento de los recursos. Como se ha expresado con anterioridad, la peculiaridad estatutaria de las SODI —que requiere la participación accionaria como condición imprescindible para la intermediación financiera— les exige un fuerte desarrollo inicial de sus recursos humanos para el análisis del riesgo. El crecimiento posterior de la mediación (servicios) e intermediación financiera (préstamos) se basa en buena medida en el desarrollo inicial de medios humanos.

La *facturación de servicios* constituye la principal fuente de ingresos para la cobertura de los gastos de estructura. Los ingresos por avales son muy reducidos y los atípicos han perdido, como era de esperar, la significación que tuvieron en el ejercicio inicial.

Costes e ingresos de la intermediación financiera

Si los servicios (mediación) permiten la cobertura de los gastos de estructura, los ingresos por préstamos deben cubrir con holgura los costes de captación de pasivo y las provisiones por depreciación del inmovilizado financiero. Evidentemente, los ingresos por préstamos deben cubrir, igualmente, aquellos gastos de estructura originados en el estudio del riesgo, mientras que las provisiones para depreciación del inmovilizado financiero debieran ser cubiertas par-

cialmente por los ingresos por dividendos y plusvalías por la enajenación de participaciones. Pero la presentación de las rúbricas que aquí se efectúa pretende asociar simplificadamente determinados conceptos del debe y haber de la explotación.

Los *ingresos por préstamos* (1.140 millones de intereses, etcétera, sobre 6.700 millones de riesgo) reflejan una tasa de interés activo en torno al 17 por 100. Los *costes de captación de pasivo* se han estimado en un 12,7 por 100, posiblemente el 13,5 por 100 para las obligaciones y algo menos para otras fuentes. Los ingresos por préstamos cubren los propios costes de captación de pasivo que repercuten en la tasa de interés y representan un 14 por 100 (938 millones, entre 6.700 millones de préstamos), dejando un 3 por 100 de costes de transformación, que es una magnitud muy baja para los intermediarios financieros bancarios, pero razonable para un intermediario financiero no bancario como las SODI. Tal 3 por 100 debe cubrir parcialmente gastos de estructura y provisiones para fallidos, pero en nuestra presentación se asocia principalmente con los costes por fallidos (2,7 por 100 de costes, repercutido en la tasa de interés activa del 17 por 100).

Así, el tipo de interés (17 por 100) cubre el coste de captación de pasivo (14 por 100), todos los costes por fallidos, incluyendo los de inmovilizado (2,7 por 100) y un saldo acreedor del 0,3 por 100 que se acumula al beneficio de explotación. Las cuentas podrían presentarse de otro modo, reflejando el 2 por 100 de coste por provisión de fallidos en préstamos y en participaciones accionarias.

Origen y afectación de los resultados de explotación

Como consecuencia de la agrupación de conceptos que se ha presentado, los resultados de explotación se asocian principalmente a los ingresos por dividendos y a las plusvalías realizadas en la enajenación de inmovilizado financiero. La realidad es algo más compleja, pero esta presentación pretende destacar algunos objetivos de política económica de las SODI.

1) En primer lugar, las SODI deben de tener resultados positivos que reflejen la escasez del factor productivo capital invertido en las participadas, y que permita una defensa positiva del propio capital de la SODI ante la inflación. Todo ello queda evidenciado al haberse efectuado el análisis en pesetas constantes de 1980 (con una estimación muy optimista de los dividendos y de las plusvalías reales). Ciertamente, una presentación alternativa de los conceptos de explotación, permitiría apreciar que los resultados de la explotación proceden en mayor medida de la venta de servicios y de los préstamos que de los dividendos y plusvalías.

2) La proporción aquí planteada tiene un apreciable contenido normativo, del deber ser. Lo más probable es que, dada la etapa de inflación y crisis empresarial que atraviesa la economía occidental, los ingresos por dividendos y plusvalías no cubran los costes de estructura analíticamente asociables a la gestión de la cartera de participaciones, a las provisiones por fallidos en las mismas y a su erosión monetaria, constituyendo un motivo de pérdidas antes que de resultados.

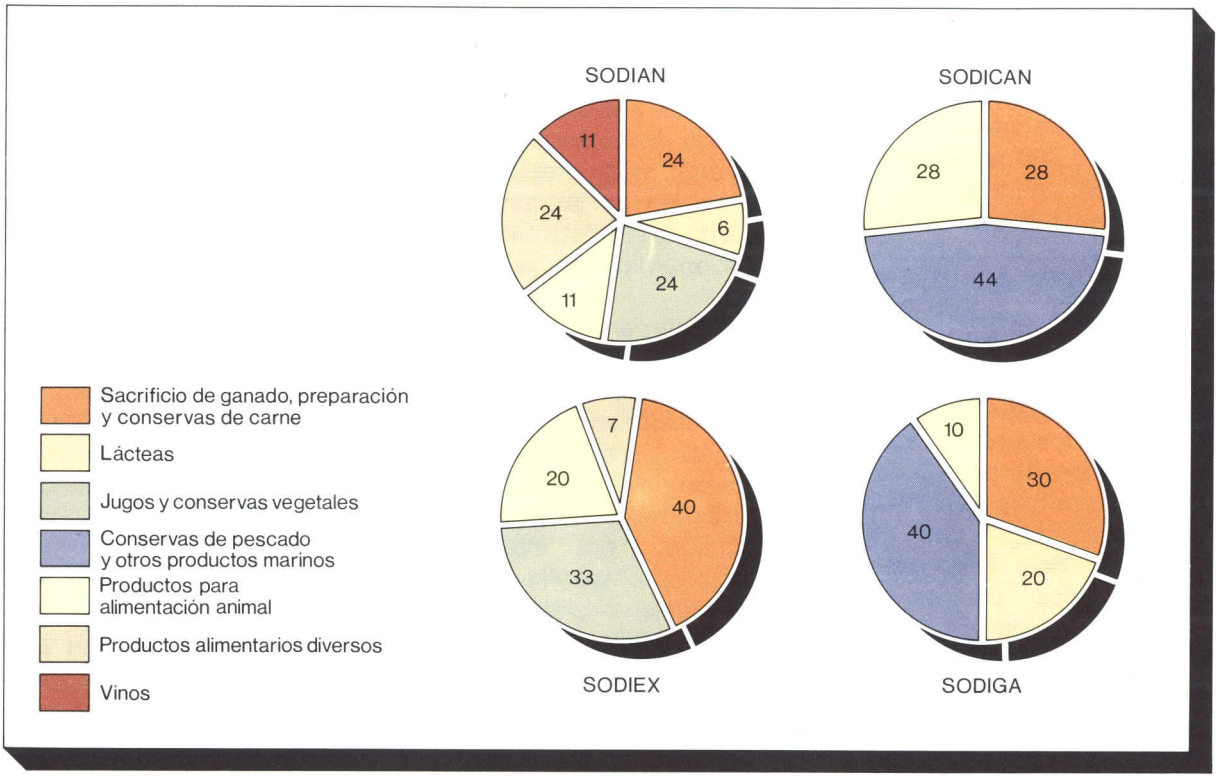
3) Finalmente, las SODI debieran seguir una política de afectación de resultados a reservas, mejorando su autofinanciación. Ello permitiría definir el objetivo de las SODI respecto al beneficio de un modo muy elemental: el objetivo de las SODI no es el de distribuir dividendos pero sí el de obtener beneficios por una mera razón de ortodoxia financiera. Los resultados de 185 millones de pesetas sobre unos recursos de 2.600 millones reflejan unos resultados *reales* (por encima de la inflación) del 7,1 y una rentabilidad *real* para los activos globales de la SODI del 1,8 por 100, tasas reales verdaderamente deseables para una sociedad financiera no bancaria del tipo de una SODI.

4. Consideraciones acerca de las realizaciones de las cuatro SODI

Ya se ha señalado que el cuadro n.° 2 refleja unos modelos de cuenta de explotación y balance consistentes con la información consolidada de las cuatro SODI, pero que tal modelo no es aplicable de modo específico a ninguna de las cuatro SODI.

Dichos datos consolidados pueden resumirse así (octubre de 1981): 5.800 millones de pesetas de capital social; 1.300 millones de pesetas de recursos ajenos (obligaciones); 2.750 millones de pesetas en participaciones, y 2.700 millones en préstamos distribuidos entre 190 empresas participadas, con capital social en su conjunto de 17.000 millones de pesetas, y un empleo directo de 10.350 puestos

GRAFICO 5.
EMPRESAS PARTICIPADAS POR LAS SODI A 31-XII-80
PESO RELATIVO DE CADA ACTIVIDAD



de trabajo. Las SODI califican a 16 de sus participadas como empresas en crisis, con 800 millones de pesetas de riesgo y 200 millones de riesgo avalado por las SODI. La proporción de empresas en crisis no es particularmente llamativa, y es oportuno señalar que se produce cierta rotación en la «enfermería». Sí es preocupante la proporción de avales a empresas en crisis (200 millones de pesetas que suponen un 40 por 100 del total de avales concedidos, representando éstos un 9 por 100 del total del riesgo financiero que asciende a 4.000 millones de inversión financiera, más 500 millones avalados). Ello refleja que el peso de la reconversión de tales empresas es soportado en buena medida por las SODI.

Aunque el analista interesado en la materia debe acudir a la consulta de las Memorias anuales de cada una de las cuatro sociedades, y, si es posible, a sus Programas Operativos Anuales (POA) sometidos a la aprobación del INI, es oportuno dar unas notas generales sobre las peculiaridades de cada una de ellas.

SODIGA —SODI pionera— inició un asombroso giro financiero en 1978, cuando había llegado a acumular pérdidas próximas a un tercio de su capital social, operando desde su primer ejercicio social en 1973 como sociedad de participaciones. La adaptación del estatuto original al estatuto de 1977 coincide con una renovación de la gerencia. Desde entonces, ésta se caracteriza por la toma de riesgos muy medidos, el desarrollo de operaciones de crédito y mediación, una especial dedicación al apuntalamiento de su cartera de participadas y un eficaz control de sus gastos. Desde 1978 equilibra resultados y en 1981 gestiona su primera

emisión de obligaciones (inicialmente planeada en 400 millones de pesetas). Es, sin duda, la SODI que cuenta con ideas macroeconómicas más consistentes respecto a su región.

SODIAN tuvo una «salida lenta» (no contó con Director General hasta cinco meses después de su constitución), para despegarse inmediatamente como la SODI más activa del Grupo. La efervescencia de SODIAN responde tanto a factores estructurales como ocasionales. La región ofrece unas posibilidades de desarrollo casi ilimitadas para una sociedad financiera, y su primera gerencia comprendió de inmediato la necesidad de dar un sesgo acusadamente financiero a la misma. La propia dimensión de la región inducía a diversificar pequeñas participaciones en múltiples empresas, aportando recursos a sus participadas por vía de crédito en una proporción de tres o cuatro a uno respecto a la participación de la SODI en cada participada, dentro de un enfoque ortodoxo de apalancamiento de recursos propios en ajenos.

SODIAN cuenta, a finales de 1980, con más participadas directas que el propio INI, lo que le permite estar presente en las ocho provincias y cubrir un hueco específico de financiación a largo plazo en un mercado financiero regional relativamente desarrollado (respecto al de otras SODI). SODIAN está desarrollando un esfuerzo considerable para optimizar el control de sus participadas, objetivo preferente en una sociedad que ha mantenido un ritmo de crecimiento financiero superior al 50 por 100 anual acumulativo en sus cinco primeros ejercicios. Al igual que SODIGA, SODIAN se encuentra en el proceso de colocación de su primera emisión de obligaciones.

SODICAN es, quizás, el reverso de SODIAN: tras una salida espectacular, producto de un conjunto de ideas previamente estructuradas por la representación del INI en Canarias, los condicionantes infraestructurales e institucionales se han impuesto sobre los buenos deseos iniciales. Por limitaciones institucionales debe entenderse la natural predisposición del capital e iniciativas locales a actividades asociadas al secular régimen económico fiscal insular (puertos francos), propicio al comercio y al turismo pero no a la industria. Las modificaciones acaecidas en dicho régimen desde 1972 (más teóricas que reales hasta 1978) no alteran la impresión general de que Canarias ofrece un potencial de desarrollo industrial limitado. Por lo demás, existe un ambiente de contestación contra la gestión del INI en la región que ha perjudicado a SODICAN sin beneficiar a nadie. En suma, al conjunto de limitaciones infraestructurales e institucionales se añade una crisis gerencial y un rechazo de imagen, problemas que la actual gerencia trata de superar.

SODIEX responde a tres características peculiares: Primera, sus accionistas privados, las Cajas de Ahorros extremeñas, son pequeñas en número (tres) y dimensión financiera, por lo que las futuras ampliaciones de capital requerirán una ampliación del espectro de accionistas hacia otras instituciones financieras. Segundo, Extremadura es una región de sistema económico y financiero menos desarrollado que el de otras regiones con SODI, por lo que las iniciativas se centran en sectores agroalimentarios y requieren un amplio apoyo por vía de participación accionaria. Así, SODIEX muestra unas participaciones accionarias porcentualmente elevadas respecto a otras SODI y respecto a su propia política de créditos. Finalmente, SODIEX ha desarrollado una política muy activa de captación de iniciativas foráneas, procediendo con el peculiar dinamismo que su Gerencia transmite a un equipo con un perfil más próximo a una entidad de promoción empresarial que de Banca industrial o sociedad financiera.

IV. PROBLEMAS OPERATIVOS DERIVADOS DE LA NATURALEZA PUBLICA DE LAS SODI

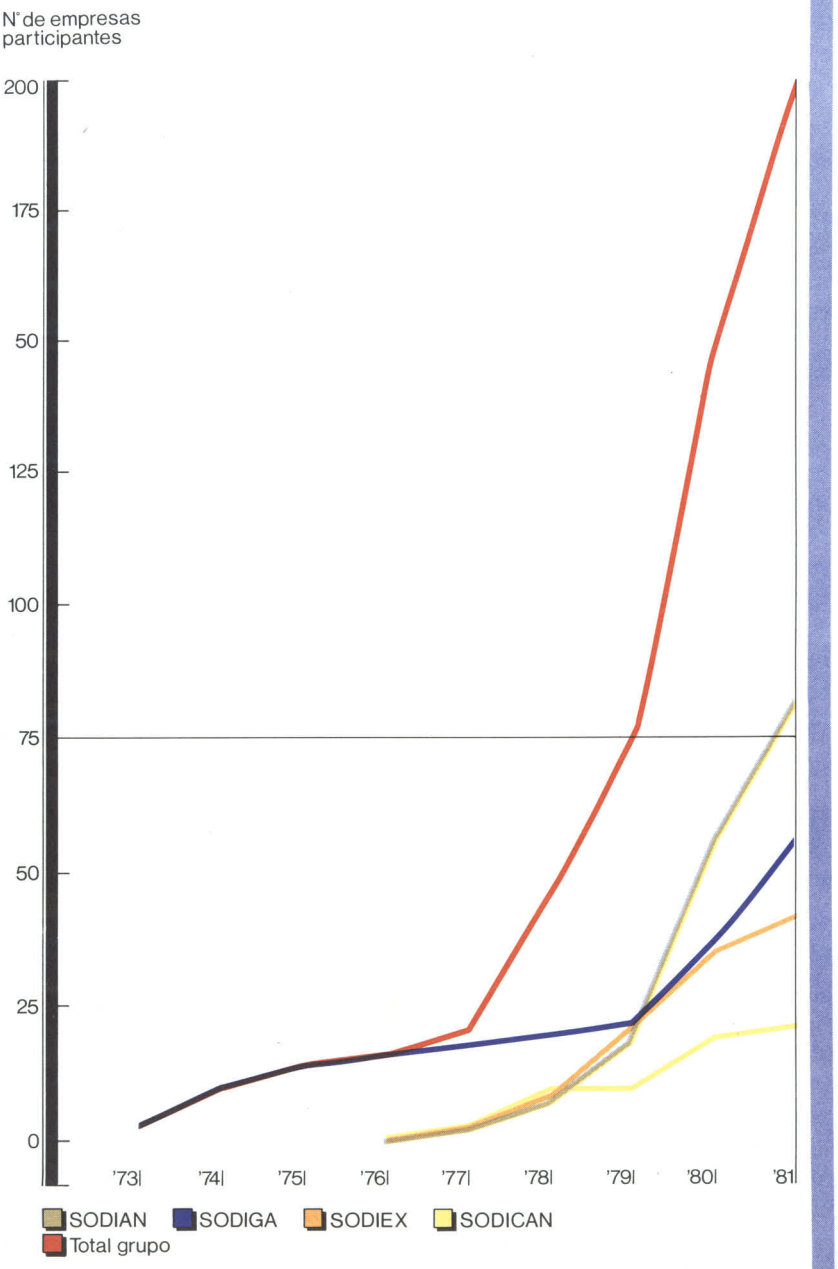
1. La selección de operaciones: el principio de la neutralidad administrativa y los riesgos de la discrecionalidad

La operativa de las SODI pudiera haberlas convertido en víctimas propiciatorias de lo que, por contraposición a la teoría de los fallos de los mecanismos del mercado, podría denominarse teoría de los fallos del aparato gubernamental. La selección de operaciones de una SODI pone inevitablemente sobre el tapete el principio de la neutralidad de la Administración ante los administrados y los riesgos de la discrecionalidad. No es una cuestión subjetiva aso-

ciada al específico talante del funcionariado de las SODI, sino una consecuencia objetiva e inevitable de la propia naturaleza estatutaria de las mismas: promover sociedades implica tomar decisiones empresariales que, en cualquier grupo industrial financiero, comportan un elevado componente discrecional por parte de la gerencia. Negar discrecionalidad a la gerencia de las SODI equivaldría a rechazar cualquier capacidad de gestión y, en definitiva, la propia existencia de las sociedades.

En ausencia de criterios macroeconómicos inequívocos y ante los riesgos inherentes a la discrecionalidad, las SODI han buscado la objetivación de su comportamiento recurriendo a la ortodoxia financiera convencional. El reforzamiento de los sistemas más tradicionales de análisis de proyectos —TIR, retorno de fondos, valor actual— así como el diseño de sistemas de seguimiento y control aptos para objetivizar la toma de decisiones empresariales han sido algo más que el producto del mero sesgo profesional de un funcionariado extraído de la Banca e injertado en las SODI. El sesgo micro-financiero evidenciado desde 1977 hasta la fecha (1981) por las SODI no es ya una cuestión de preferencias profesionales, sino de supervivencia táctica ante los riesgos inherentes a la discrecionalidad y al abandono de la neutralidad administrativa. Aceptando como inevitable una razonable dosis de discrecionalidad y beligerancia ante el empresariado, la gerencia de las SODI necesita pautas de comportamientos avaladas en una ortodoxia financiera incontestable.

GRAFICO 6.
CRECIMIENTO GRUPO SODI



Fuente: «Boletín de las SODI», n.° 2.

2. Evaluación de proyectos: un análisis empresarial del conflicto entre el voluntarismo político y la cautela técnica

Del análisis macroeconómico a las variables microfinancieras

Los problemas que sufren las empresas se reflejan en la evolución de sus variables microfinancieras, pero requieren en buena medida una explicación macroeconómica. Las técnicas de análisis e incluso los diagnósticos son distintos, pero muchos problemas microfinancieros tienen raíces macroeconómicas complejas, y rara vez soluciones estrictamente microeconómicas.

El supuesto aquí analizado refleja hasta qué punto la crisis económica ha llegado a afectar al binomio crecimiento-resultados que impera en todo análisis financiero. No podía ser de otro modo: el crecimiento y los resultados constituyen el corazón de la iniciativa empresarial y los instrumentos de análisis no podían dejar de reflejar el impacto de los mismos en los diagnósticos de salud de nuestras empresas. Las conclusiones que siguen a este supuesto resumen el papel primordial que juega el binomio crecimiento-resultados desde la perspectiva de la cuenta de explotación, el balance y el estado de origen y aplicación de fondos.

Supuesto:
El crecimiento como disfraz del sobredimensionamiento

Una empresa constituida hace cuatro años ha completado un programa de inversión, e iniciado su facturación hace dos años. La sociedad, a la que denominaremos Supuesto 1, S. A., opera en un sector rígidamente dependiente de una industria que surte directa y establemente al consumo final en un régimen concurrencial con otros suministradores. Se trata de un producto semitransformado, imprescindible y de demanda relativamente estable, sin notables perspectivas de expansión.

La empresa planea una ampliación de capital y busca nuevos socios que aporten capitales, presentando los documentos contables y financieros que se esquematizan en los cuadros números 4 y 5, al objeto de invitar a la SODI a participar en dicha ampliación.

La empresa presenta dos series de cuentas de explotación y balances históricos y otro par de series de cuentas y balances previsionales a varios años. Los cuadros núms. 4 y 5 resumen los datos históricos más recientes y los datos previsionales de 1985. Además, los servicios técnicos de la SODI han elaborado unos ratios y han ajustado los datos históricos presentados por la empresa, de 1980, conforme a criterios que la SODI estima más razonables o conservadores.

El diagnóstico al que llegan los analistas de la SODI es el de que Supuesto 1, S. A., se encuentra en dificultades financieras a causa de un sobredimensionamiento de su capacidad productiva (y, subsecuentemente, de su plantilla) respecto a la cuota de mercado que ha sido capaz de ganar la empresa. Probablemente, la gerencia sobreestimó su capacidad de penetración en el mercado (cuando no la propia expansión del mismo) o infravaloró a sus competidores locales y foráneos, confiando en su moderna tecnología, sin apreciar el peso que supondrían las amortizaciones y cargas financieras. El supuesto que se está analizando es bastante habitual en empresas que han desarrollado inversiones con expectativas optimistas respecto a la duración y dureza de la crisis industrial. El problema cobra una característica peculiar en regiones atrasadas, ya que las empresas de nueva creación buscan una dimensión óptima desde el punto de vista técnico (de costes), confiando en su capacidad de penetración en el mercado para asegurarse una demanda que quizás no justifica la inversión realizada.

Los datos de la cuenta de explotación reflejan una facturación por puesto de trabajo que, pudiendo ser razonable para la media del sector, no lo es para una empresa con equipo tan moderno. La propia empresa reconoce el hecho al planear una facturación muy superior (en términos absolutos y relativos) para 1985. Los datos reflejan no sólo que la empresa puede doblar su facturación en el futuro (a pesetas constantes) sino que, además, necesitaría aumentarla hoy para no incurrir en pérdidas.

Lo cierto es que Supuesto 1, S. A., funcionando al 50 por 100 de su capacidad pierde dinero. De aquí la cuenta de explotación ajustada que elabora la SODI y que enmienda los resultados positivos presentados por la empresa. *La clave se encuentra en las insuficientes amortizaciones practicadas en los dos primeros ejercicios y que han sido revisadas al alza por la SODI.* La empresa ha amortizado a razón de un 7 por

CUADRO N.° 4

CUENTAS DE EXPLOTACION DE SUPUESTO 1, S. A.

(En millones de pesetas constantes de 1980 o en porcentaje respecto al total de la columna)

DEBE	*Cuentas ejercicio 1980*	*Cuentas previsionales 1985*	*Ratios del sector 1980*	*Cuentas ajustadas 1980-1985*	
Existencias iniciales	100	140	—	100	120
(Meses de facturación)	(10 semanas)	(6 semanas)	(6 semanas)	—	—
Materias primas y auxiliares	260	540	—	260	400
Salarios	180	220	—	180	180
(% s/ventas)	(36 %)	(22 %)	(35 %)	—	—
Amortizaciones	50	50	(1)	85	85
Gastos financieros	50	50	(1)	60	65
Saldo acreedor (beneficios o pérdidas)	10	140	—	—35	20
TOTAL	650	1.150		650	870

HABER	*Cuentas ejercicio 1980*	*Cuentas previsionales 1985*	*Ratios del sector 1980*	*Cuentas ajustadas 1985*
Ventas	500	1.000	—	750
(V/empleado)	(2,5)	(4,0)	(2,8)	(3,2)
Existencias finales	150	150	—	120
(Meses facturación)	(12 semanas)	(6 semanas)	(6 semanas)	(6 semanas)
TOTAL	650	1.150		870

(1) El sector presenta unas amortizaciones más elevadas en % respecto al inmovilizado neto y más reducidas en % respecto a la facturación. Algo similar sucede con los gastos financieros. Es evidente que el desequilibrio de la explotación de Supuesto 1, S. A., se origina en un sobredimensionamiento o, desde otro punto de vista en su incapacidad para alcanzar el mínimo de explotación (umbral de rentabilidad o *break even point).*

100 anual del valor del activo productivo, amparándose en el criterio de que el equipo puede tener una vida útil de catorce años. Es obvio que el criterio no tiene presente el proceso de obsolescencia. La empresa debiera haber amortizado a un 12 por 100 anual, de tal modo que el equipo quedara completamente amortizado en ocho años, porque el proceso de obsolescencia es tan rápido que la explotación no admitirá cuotas de amortización sin incurrir en pérdidas dentro de pocos años. Más adelante se volverá sobre esta idea, que puede aplicarse igualmente a los gastos financieros de la empresa considerada: hay que amortizar (equipos y financiación) mientras que la modernidad del equipo permite un ahorro en costes respecto a la competencia.

La cuenta de explotación ajustada transforma el pequeño beneficio de los datos históricos en pérdidas, como consecuencia de una revisión de las amortizaciones de 50 a 85 millones de pesetas por año (supuesto de amortizaciones lineales). El balance ajustado revisa las amortizaciones, dando lugar a un saldo deudor de ejercicios anteriores que reduce sensiblemente el neto patrimonial de la empresa. En efecto, Supuesto 1, Sociedad Anónima, presentaba un activo neto de 920 millones de pesetas que, deducido en la suma de exigible de 550 millones, daba un neto patrimonial próximo al capital social. Los ajustes del balance arrojan un valor teórico que oscila entre el 12,5 y el 62,5 por 100. Aun con ese valor teórico, debe plantearse muy seriamente la viabilidad de una empresa manifiestamente sobredimensionada respecto a su cuota de mercado real, sobredimensionamiento que se resuelve en el papel con previsiones de crecimiento que deben contemplarse con mucha cautela.

La participación de la SODI en una empresa de esta naturaleza plantea dos problemas con-

ceptuales que merece la pena examinar:

1) *El problema de los criterios de valoración a aplicar.* El cuadro n.º 5 presenta dos estructuras alternativas (hipótesis 1 y 2) del pasivo de Supuesto 1, S. A. La gerencia ha presentado a la SODI un balance erróneo, pero no falso, ya que subestima el proceso de obsolescencia y las amortizaciones. Es probable que los gestores pretendan demostrar a la SODI que el valor teórico *real* se encuentra por encima de la par ya que el activo podría regularizarse de acuerdo con el coste de reposición de los equipos instalados. Pero, como dirían los economistas clásicos siguiendo la paradoja del valor enunciada por Smith, es preciso distinguir el valor en uso (en explotación) del equipo, en verdad ruinoso, del valor en cambio; y dentro de éste, el valor en cambio para la liquidación del equipo instalado del valor en cambio para la reposición. Aun en excelentes condiciones de funcionamiento, el valor en liquidación de un equipo instalado hace dos años puede resultar igualmente ruinoso para la empresa, dando lugar a un amplísimo margen para la aplicación del valor en cambio (entre el 12,5 y el 92,5 por 100 para Supuesto, 1, Sociedad Anónima).

La aplicación de un valor en explotación (en uso) plantea diversos problemas que se tratarán con detalle más adelante. Obviamente, el problema capital es el de que el valor sustancial del equipo pierde todo su significado en favor del valor capital (como *stock* capaz de generar un flujo de rentas anuales cuyo valor es igual al valor actualizado o descontado de las mismas). La hipótesis 1 del cuadro n.º 5 implica la aceptación del plan de crecimiento de las ventas que Supuesto 1, S. A., ha presentado a la SODI, conforme se recoge en el cuadro número 4. La SODI sólo descuenta (en hipótesis 1) las pérdidas históricas de acuerdo con criterios contables más conservadores, pero reconoce que el equipo en explotación puede ser muy rentable de alcanzarse las facturaciones óptimas. Como era de esperar, las valoraciones en explotación dependen de las propias expectativas o juicios de valor de la SODI respecto al futuro de Supuesto 1, S. A.

La experiencia de las SODI en los primeros años de actividad han supuesto un sinfín de anécdotas relacionadas con casos como éste. Aun cuando la SODI, en su naturaleza de sociedad de desarrollo, debiera estar sesgada hacia un enfoque optimista, todas las negociaciones de participación sorprenden invariablemente a los gerentes de empresas como Supuesto 1, S. A., por la cautela que se aplica a los estudios previsionales. La SODI debe evaluar el riesgo de que el crecimiento de las ventas de Supuesto 1, S. A., dentro del sector, en un proceso de competencia normal, sea una alternativa remota. Lo prudente es proceder según la hipótesis 2, capitalizando las eventuales pérdidas en una minusvalía, bien del activo o bien de los recursos propios. Podría llegar a considerarse la liquidación de Supuesto 1, S. A., como la alternativa más razonable, con una pérdida casi íntegra del capital social por los accionistas, e incluso con pérdidas para los acreedores cuando el valor de liquidación del activo no permita reembolsar el exigible avalado por los accionistas (aunque en la hipótesis 2, el neto patrimonial sigue siendo positivo).

En suma, cualquier valoración

CUADRO N.º 5

BALANCES DE SUPUESTO 1, S. A.

(En millones de pesetas)

	BALANCE NO AUDITADO 1980		*BALANCE AJUSTADO 1980*	
A C T I V O				
Inmovilizado neto		600		530
Inmovilizado bruto	700		700	
Menos amortizaciones	−100		−170	
Gastos amortizables		40		10
Circulante:				
Existencias		150		130
Deudores		120		120
Cuentas financieras		10		10
Resultados ejercicios anteriores (pérdidas acumuladas)		30		150
TOTAL		950		950

CUADRO N.° 5 (continuación)

BALANCES DE SUPUESTO 1, S. A.

(En millones de pesetas)

	BALANCE NO AUDITADO 1980	*BALANCES AJUSTADOS EN 1980 CONFORME*	
		Hipótesis 1	*Hipótesis 2*
PASIVO			
Capital social	400	250	50
Reducción de capital para absorber pérdidas...	—	150	150
Fondo de capitalización de pérdidas futuras (1)	—	—	200
Exigible a largo plazo	100	100	100
(Fondo de maniobra) (2) ...	(—100)	(—180)	(—380)
Exigible a corto plazo	450	450	450
TOTAL	950	950	950

Neto patrimonial según balance histórico 1980 = Activo neto — Exigible = 950 — 30 — 550 = 370. Neto patrimonial según balance ajustado por la SODI conforme hipótesis 1 = 950 — 150 — 550 = 250. Neto patrimonial según balance ajustado por la SODI conforme hipótesis 2 = 950 — 150 — 200— 550 = 50 (3).

(1) La principal diferencia entre la hipótesis 1 y la 2 reside en la incorporación de un fondo de capitalización de pérdidas futuras, que en este supuesto de empresa sobredimensionada de difícil penetración en el mercado es razonable. El fondo es, de hecho, un fondo de amortización o provisión que efectúa la empresa ante la necesidad de liquidar (o amortizar aceleradamente) determinados elementos del activo e indemnizar a un 30 por 100 de la plantilla que perderá su empleo en un inmediato expediente de crisis, previo a la eventual incorporación de una SODI al capital.

(2) El fondo de maniobra se define aquí como recursos permanentes (propios más ajenos a largo plazo) menos inmovilizado. En el balance histórico presentado por la empresa, el fondo de maniobra es (500 — 600) = —100; en la hipótesis 1 es (350 — 530) = —180, y en la hipótesis 2 es (150 — 530) = —380, siempre en millones de pesetas.

(3) El neto patrimonial refleja el valor de la empresa según diferentes hipótesis. El balance presentado por la empresa (histórico 1980) no considera el proceso de obsolescencia y subestima las amortizaciones, quizás porque el coste de reposición es superior al reflejado en el balance. La hipótesis 1 del ajuste practicado por la SODI estima las pérdidas de los dos primeros ejercicios, ocasionadas por el insuficiente grado de utilización de la capacidad, tras un ajuste de amortizaciones y gastos financieros. La hipótesis 2 del ajuste capitaliza las pérdidas futuras reconociendo la dificultad de conseguir las ventas previstas por la empresa para 1985. Los valores teóricos según balance serían 370/400 = 92,5 por 100; 250/400 = 62,5, y 50/400 = 12,5, respectivamente.

entre el 0 y el 98,5 por 100 puede ser defendida bajo criterios estrictamente positivos.

2) El segundo problema conceptual hace referencia a *juicios de valor y criterios normativos en torno a una intervención pública* de esta naturaleza. El único objetivo lógico de la intervención debe ser el de relanzar la actividad de la empresa conforme a las cuentas previsionales, aportando los recursos financieros necesarios para, tras una «operación de acordeón» (reducción del capital social y participación en la posterior ampliación), facilitar los objetivos comerciales fijados. Una intervención de esta naturaleza pudiera romper el normal proceso de concurrencia, cuando no introduce un elemento de competencia desleal en el mercado.

El normal desenvolvimiento del mercado conduce a Supuesto 1, S. A., a la liquidación y cierre del negocio. La presentación de unos beneficios de 10 millones de pesetas es una mera ilusión contable; ajustando las amortizaciones y gastos financieros, Supuesto 1, S. A., arroja unas pérdidas acumuladas del orden del 40 por 100 de su capital social. La empresa elude un planteamiento franco de sus amortizaciones porque planea su absorción por un grupo financiero capaz de reestablecer el equilibrio patrimonial y de darle el impulso financiero necesario para plantear la guerra comercial que le permita alcanzar la cuota de mercado inicialmente esperada. Con 450 millones de pesetas (47 por 100 de sus recursos) de exigible a corto, la empresa no puede ofrecer la financiación que sus clientes le solicitan, ni seguir una guerra de precios por mucho tiempo.

Una intervención pública en estas circunstancias implica una ruptura del mercado y una competencia desleal. En primer lugar, se apoyaría financieramente a una empresa sobredimensionada que el mercado ha puesto contra las cuerdas en un proceso concurrencial. En segundo lugar, la subsistencia de la empresa sobredimensionada forzaría la desaparición de otros competidores incapaces de soportar la guerra de precios planteada por aquélla con financiación SODI. Paradójicamente, la protección al enfermo puede acabar provocando la epidemia en la población empresarial sana.

Por todo ello, la actitud de las SODI ante estos supuestos

de sobredimensionamiento ha sido cautelosa. El único motivo que puede justificar una participación es el de facilitar un plan de reconversión sectorial que afecte a la empresa sobredimensionada sin perjudicar a sus competidores, mediante una toma de participación accionaria en diferentes empresas y un progresivo ajuste de la capacidad productiva al mercado. El coste de este ajuste debe ser pagado por la empresa que erró en sus previsiones: la SODI debiera no sólo ajustar la cuenta de explotación y balance históricos, sino capitalizar las pérdidas esperadas, a la vista de las pérdidas registradas en el pasado, sin admitir un plan de viabilidad basado en el crecimiento de las ventas.

La participación de la SODI no debiera efectuarse por encima del valor en explotación una vez capitalizadas las pérdidas pasadas y las que eventualmente se hubieran registrado en el futuro, teniendo como único límite inferior el valor en liquidación de la sociedad (pero nunca su coste en reposición). El objetivo de la participación pública debiera ser el de reestablecer el equilibrio de la capacidad productiva a medio plazo y no el de salvar parte del naufragio de una empresa ahogando a la competencia con una guerra de precios. La política SODI en estos supuestos ha sido, en general, sensata.

2.1. Instrumentación del sistema de seguimiento y control: protocolos de información y presencia en el Consejo de las participadas

Dos instrumentos adquieren un peculiar relieve desde la perspectiva de un grupo público de participación minoritaria y temporal: los protocolos de información previos a la participación y la presencia en el Consejo de las participadas.

Todo acreedor financiero puede amarrar la información de su prestatario mediante las oportunas cláusulas de la póliza de crédito, al objeto de controlar el buen fin de su riesgo. La posición de una SODI es peculiar ya que, junto a la eventual situación acreedora —por una operación de préstamo a medio y largo plazo—, predomina la posición de accionista. Paradójicamente, la posición de accionista minoritario y temporal —única en el sistema financiero español— no mejora en gran medida el derecho a la información de que goza todo acreedor financiero. En consecuencia, las SODI exigen la formalización de unos sistemas de información que garanticen los derechos a la información por el accionista minoritario, mediante la firma de los oportunos protocolos de información de modo previo a la participación.

La presencia en el Consejo de una S. A. participada adquiere entonces un valor complementario al del sistema de seguimiento y control acordado entre la SODI y su participada. Ciertamente, la selección de consejeros en empresas públicas constituye una de las áreas peor definidas del sector público. La presencia de una SODI en los Consejos de sus participadas debiera coordinarse desde el departamento de seguimiento (o central de riesgo) de la propia SODI y, en cualquier caso, no debe responder:

- Ni a un sistema de reparto de retribuciones complementarias.
- Ni a un sistema de compensaciones entre diferentes fuerzas políticas.
- Ni a un sistema de control mediante comisarios.

Los consejeros por el accionista SODI han de jugar un papel complementario al de la gestión de la SODI. Los excesos a que ha conducido la política de reparto de consejeros en materias de interés público ha sido tan poco edificante que merece elogio el reciente esfuerzo del INI para suspender el sistema de retribuciones a sus ejecutivos —y a los que no lo son— a través de los Consejos, procurando dar a esta función un carácter complementario a la dedicación principal del consejero como ejecutivo del Grupo INI.

2.2. La utilización del cuadro de mando por la SODI

Esta es, sin duda, la cuestión crucial del seguimiento y control aplicado por las SODI. Apresurémonos a señalar que sería difícil lograr un criterio unánime dentro del propio grupo SODI respecto a la utilización del cuadro de mando por la SODI. Empecemos por aquello en lo que coinciden la mayoría (por no decir la totalidad) de los técnicos y analícense a continuación los motivos de discrepancia.

Existe unanimidad respecto a la necesidad de introducirse en la vida de la empresa a efectos de información. La unanimidad de criterios se funda en la conciencia de que, junto a la condición de acreedor, predomina la de accionista, lo que confiere unas responsabilidades peculiares. La información exhaustiva constituye el punto de mira

de un accionista minoritario cuya principal arma reside en su capacidad de dar a la empresa financiación a medio y largo plazo. Junto a la labor de información, los sistemas de seguimiento constituyen un medio de asesoramiento o ayuda técnica de las SODI a sus participadas que resulta particularmente justificada en una región sin tradición industrial. Hay, pues, unanimidad en la evaluación del seguimiento como instrumento de información y asesoramiento.

La disparidad de criterio surge dentro de las propias SODI cuando se plantea una inevitable cuestión: ¿Hasta qué punto un sistema de seguimiento exhaustivo debe convertir al accionista minoritario en «gerente subsidiario y solidario» de la gestión? Cuestión que abre dos alternativas a las que en distinto grado se adhieren las opiniones individuales.

Considérese la alternativa de subsidiariedad gerencial. Sus defensores argüirían dos tipos de argumentos, conceptuales unos y pragmáticos otros. Conceptuales: una sociedad *pública* de *desarrollo* debe intervenir en la gestión cuando los indicadores captados por los sistemas de seguimiento aconsejen, a juicio de la SODI, tomar una postura activa en la misma, con independencia de la participación accionaria minoritaria. Pragmáticos: la naturaleza *pública* de las SODI acaba convirtiéndolas en protagonistas responsables si la vida de la empresa participada se convierte en drama.

Los partidarios de la alternativa «subsidiaria» asumen implícitamente dos hipótesis. Primera: la SODI dispone de técnicos expertos capaces de encauzar la gestión de empresas participadas en las que la gerencia no acertó a hacerlo. Segundo: la SODI no sufre restricciones políticas para la aplicación de medidas correctoras técnicamente evidentes (p. ej.: suspender pagos y proceder a un expediente de crisis).

La experiencia de algunas empresas del INI parece demostrar que el oficio de empresario requiere algo más que una buena capacitación teórica. Es posible, pero no *seguro,* que un ejecutivo de SODI, altamante capacitado para seguir y controlar una empresa mal gerenciada por su propietario, sea capaz de mejorar la gestión de éste. De hecho, la experiencia de intervenciones del INI como «hospital de empresas» ha sido, por lo general, costosa para el contribuyente y descorazonadora para el propio Instituto; es de justicia recordar que el INI procuró siempre rehuir tal misión. Suponer, por otra parte, que la intervención de una SODI en función de su responsabilidad de accionista «público» puede deslizarse de los condicionantes políticos del Estado es un error aparentemente invencible al que pocos se atreven atacar.

Es en este orden de consideraciones en el que se deben interpretar los motivos conceptuales y de pragmatismo que sustentan la alternativa que pudiera denominarse de «ortodoxia estatutaria». Conceptual: una SODI tiene una misión estatutaria bien definida por la condición de accionista «anónimo» minoritario y temporal. Sus sistemas de seguimiento y control deben desempeñar una misión informativa para el buen fin de su riesgo y una función de asesoramiento como la que podría ejercer una buena sociedad privada de consultoría para la empresa participada.

La SODI opera en esas regiones dada la escasez de iniciativas empresariales, pero no debiera conjugar un sistema de libre competencia con un sistema de protección paternal. Y como razón de elemental pragmatismo: la intervención subsidiaria en la gestión supone una metamorfosis imposible para la empresa privada en crisis, ya que el empresario individual dirigido por el Estado (y las SODI son empresas estatales) pierde las cualidades combativas genuinas del espíritu de empresa. Los partidarios de esta alternativa aducirán que atribuir responsabilidad al accionista SODI constituye un error, y el hecho de que el error sea colectivo no le da la fuerza de la verdad. Cada lector es libre de elegir su propia opción conceptual. Sólo aplicando juicios de valor puede llegarse a conclusiones definitivas respecto a si los sistemas de seguimiento de las SODI deben llevarlas a una intervención subsidiaria en la gestión —como corresponde a la naturaleza pública de las SODI— o si, por el contrario, deben limitarse a aplicar tales sistemas a su misión de información y asesoramiento, con responsabilidad limitada, cual corresponde a la constitución de las SODI como S. A.

2.3. El problema de la desinversión: una incógnita financiera y jurídica. La idea de la compraventa de acciones «a futuros» (diez años)

Los Reales Decretos de creación de las SODI establecen el precepto de la permanencia temporal de la SODI en sus parti-

cipadas por un período no superior a diez años. Con independencia del escepticismo que semejante norma estatutaria pueda generar en quien conozca el efecto de trinquete que caracteriza toda intervención estatal, es oportuno resumir los problemas operativos que puede plantear la desinversión.

A la vista de la norma estatutaria, es prudente que la SODI contemple la desinversión desde el mismo instante de la toma de participación. Puesto que la SODI no puede enfocar su participación como un exigible a largo plazo contra su participada, conviene dejar a ésta al margen de la recompra de acciones, de tal modo que la futura venta implique tan sólo un cambio de titularidad de las acciones que no afecte a la estructura patrimonial de la participada.

Excluida la venta a la empresa participada, la SODI se encuentra con un interlocutor natural que es el grupo de accionistas privados inmersos en el proyecto común. Que dicho grupo (o individuo) asuma la responsabilidad de la recompra de las acciones de las SODI desde el inicio de las negociaciones para la participación, implica un notable grado de credibilidad y seriedad en la empresa acometida, siempre que aporte las garantías necesarias para asegurar la ejecución de la compra-venta de las acciones.

Este planteamiento conduce a los protocolos o contratos de recompra de las acciones a los diez años de su venta inicial a la SODI por los accionistas privados de la participada. Tal contrato de recompra «a futuros» plantea algunas cuestiones que es oportuno matizar:

1) En el plano financiero, la SODI aspira a cumplir su precepto estatutario y no contempla la enajenación forzosa como una fuente regular de ingresos. La SODI no contempla, en general, la negociación de acciones. En sociedades de nueva creación acude, como es lógico, con una participación a la par sobre la estructura patrimonial que se estime adecuada.

En sociedades preexistentes que aborden un nuevo proyecto, la SODI rara vez admite una prima de emisión, comprometiéndose a la reventa de las acciones por un valor igual al nominal corregido por un índice indicativo del precio del dinero a largo plazo. Aun siendo este índice más bajo en la práctica que la inflación, la SODI defiende así parcialmente sus participaciones nominales de la erosión monetaria.

2) El protocolo o contrato de recompra de las acciones por el accionista privado refuerza el enfoque de la SODI como intermediario financiero y del accionista privado como empresario. En realidad, el contrato de recompra fue ideado en el contexto de una operación de participación en la que el valor histórico de los activos de unas bodegas estaban manifiestamente infravalorados. La imposibilidad de efectuar una regularización de los mismos e incluso de llegar a un acuerdo razonable para fijar la valoración de determinados bienes raíces y la correspondiente prima de emisión de las nuevas acciones a suscribir por las SODI, condujo al contrato de recompra entre la SODI y el accionista del modo descrito en el apartado anterior (recompra por el nominal más el interés acumulado a una tasa prefijada).

3) Siempre y cuando el valor sustancial de los activos respecto al valor contable de los mismos determine un neto patrimonial muy superior al nominal, el contrato de enajenación y recompra será de fácil ejecución para la SODI. En realidad, en el contrato de recompra a diez años («a futuros») se está vendiendo a un precio previamente estipulado —pero muy inferior al valor sustancial— algo que se compró en su día a un valor teórico según balance igualmente infravalorado respecto al valor sustancial (supuesto habitual en determinadas explotaciones agrícolas o vinícolas con aportación de bienes raíces).

El problema surge cuando el neto patrimonial es aproximadamente similar al valor capital nominal, como debiera suceder normalmente. Entonces, la fórmula de enajenación y recompra a diez años («a futuros») no elude totalmente los riesgos de la SODI como accionista. Cierto que el contrato de recompra constituye una obligación para el grupo accionarial privado, pero está por ver cómo se ejecuta el contrato en el supuesto de que la empresa evolucione desfavorablemente. En semejante supuesto, realista en una etapa de crisis industrial, la desinversión constituye una incógnita financiera y jurídica.

V. CAJAS DE AHORROS, FORMULAS CONSORCIALES Y NEGOCIO BANCARIO: LA EVIDENCIA INTERNACIONAL

1. La actitud de las Cajas ante la fórmula consorcial SODI

La actitud de las Cajas ante las SODI no admite una fácil generalización. Bien puede decirse que las distintas Cajas han mostrado diferentes actitudes que, a su vez, han evolucionado con el transcurso del tiempo. No obstante, es oportuno fijar dos actitudes extremas por cuanto reflejan concepciones distintas acerca del futuro de las Cajas como instituciones de crédito.

La primera actitud puede resumirse en una sola frase pronunciada por el representante de una Caja de Ahorros gallega en una reunión convocada por el Vicepresidente del INI en Santiago, en diciembre de 1977. Partiendo de la discusión acerca de la adecuación de los estatutos de SODIGA a los promulgados en los Reales Decretos de creación de las nuevas SODI, se pretendía concretar las perspectivas de los diferentes accionistas respecto al futuro de SODIGA. Lo dicho fue: «Con independencia del juicio que nos merezcan los resultados de la Sociedad hasta la fecha, si no existiese SODIGA habría que inventarla.»

Lo que en definitiva se apoyaba no era la gestión de una sociedad, sino una fórmula consorcial que algunos accionistas entendían útil a determinados fines. Para tales accionistas, las SODI debían ser un instrumento consorcial para el análisis del riesgo empresarial a largo plazo en un contexto financiero caracterizado por una mayor libertad de las Cajas en su política de análisis y selección del riesgo.

La actitud opuesta también ha tenido partidarios. Convendría, no obstante, efectuar una distinción entre dos posturas de oposición a las SODI que no guardan relación alguna entre sí:

1) La primera postura de oposición a las SODI se concreta en aquellos accionistas que ven en las mismas un instrumento de intervención de la autoridad industrial y/o financiera destinado a forzar la participación de las Cajas en operaciones de saneamiento de empresas en crisis. Aun cuando este objetivo no ha estado jamás en el ideario de las SODI, hay dos factores que pueden explicar este recelo:

— La presencia mayoritaria de un accionista, el INI, que, desde el cese de su fundador —don Juan A. Suanzes— hace tres lustros, ha sido utilizado como instrumento de tal política de saneamiento en respuesta a las presiones políticas externas ejercidas sobre el equipo técnico del Instituto.

— La propia experiencia de las Cajas ante las autoridades económicas. Es bien sabido que el Gobierno ha hecho uso de las Cajas durante décadas para facilitar sus objetivos mediante la política de coeficientes obligatorios, por lo que no deja de ser lógico el recelo a cualquier proposición gubernamental dirigida a las Cajas pero no a la Banca.

2) Hay también una segunda postura de oposición de las Cajas que tiene poco que ver con la anterior. Algunos defensores del genuino origen histórico de las Cajas temen que el crecimiento del negocio bancario con empresas pueda conducir a una homologación de las Cajas con las instituciones bancarias en general.

Este es, ciertamente, un tema delicado. Las Cajas de Ahorros, Bancos de depósito, cooperativas de crédito, «sociedades de construcción» *(building societies),* etc., responden en el mundo entero a una filosofía tradicional ajena al negocio bancario con empresas industriales. Los defensores del genuino origen de las Cajas siguen manteniendo que aun siendo «Bancos» no forman parte de «la Banca» ni han sido creadas para analizar riesgos industriales. Ello no es obstáculo para el desarrollo del negocio bancario con empresas industriales, pero tampoco es un estímulo para hacer de dicho negocio un objetivo preferente de las Cajas.

Tanto la postura de apoyo a la fórmula consorcial que implica la SODI como las posturas de oposición a la misma tienen su justificación. Es oportuno hacer un breve repaso a la evidencia internacional para efectuar un balance de estas posturas y llegar a unas conclusiones normativas acerca de la postura de las Cajas ante las SODI.

2. Evidencia internacional sobre la evolución reciente de las Cajas de Ahorros

«En el verano de 1977, el Gobierno se embarcó en un programa financiero de objetivos

de largo alcance. Las Cajas de Ahorros fueron autorizadas por primera vez a descontar efectos negociables, a participar en el mercado interbancario, a gestionar transacciones en divisa extranjera, etc. Las Cajas de Ahorros fueron igualmente autorizadas a abrir oficinas fuera de sus límites geográficos provinciales» (11).

El anterior párrafo, extractado de la prestigiosa *World Banking,* que publica anualmente *Financial Times,* refleja la importancia del movimiento iniciado por las Cajas de Ahorros siendo Vicepresidente económico del Gobierno el profesor Fuentes Quintana. Para algunos, la reforma refleja un movimiento hacia la «homologación bancaria» de las Cajas, fenómeno que está teniendo lugar en el mundo entero. Sin embargo, el fenómeno tiene un trasfondo «tecnológico» que aconseja una interpretación más detenida del mismo.

Stewart Fleming escribe en un ejemplar monográfico dedicado a la Banca en Alemania, publicado por *Financial Times* el 23 de junio de 1981:

«Las Cajas de Ahorros cuentan con el 39 por 100 de las oficinas bancarias de la R. F. Alemana y con el 22 por 100 del negocio bancario. Las cooperativas de crédito cuentan con el 44 por 100 de las oficinas y el 11 por 100 del negocio bancario... Pero es cuestionable que estas extensas redes de sucursales supongan una ventaja comercial *(marketing advantage)* en el futuro tal y como lo han sido en el pasado. Algunas Cajas de Ahorros se están moviendo hacia la instalación de costosos equipos altamente automatizados para dar servicio al cliente. Si ésta es en verdad la dirección en la que se mueve el negocio bancario al por menor, la reestructuración de las redes de sucursales constituirá un desafío para todos los grupos bancarios» (12).

Michael Blanden va más allá en un artículo publicado en *World Banking* (13): «La difusión de las tarjetas plásticas (de crédito, con banda magnética) y la dura competencia por el negocio de los cheques de viaje será pronto seguida por los sistemas electrónicos de transferencias que pueden dar más oportunidades a las instituciones financieras fuera de la comunidad bancaria, tales como las crecientemente competitivas sociedades de construcción inglesas *(building societies)* y las Cajas de Ahorros continentales, para introducirse en el campo de los Bancos comerciales. Finalmente: ¿qué futuro le espera a las redes de sucursales de la Banca europea, pensadas para dar un servicio y asesoramiento personal en una era automatizada e impersonal?»

En definitiva, la era «automatizada e impersonal» conduce a un debilitamiento progresivo de las fronteras que separan a la Banca comercial de las Cajas de Ahorros, e incluso de ambas respecto a los tradicionalmente denominados «intermediarios financieros no bancarios». La electrónica —la tecnología en general— está diluyendo las viejas fronteras del negocio financiero, aun cuando las instituciones conserven su especialización tradicional. Pero es un hecho que los Bancos de depósito, las Cajas de Ahorros, las cooperativas de crédito, etc., han invadido campos tradicionales de la Banca comercial e industrial, incluyendo el negocio de internacional.

Y viceversa: la introducción de la moderna tecnología, en sustitución de la antigua relación persona a persona, ha permitido a la Banca comercial invertir la tendencia de crecimiento de los depósitos de las Cajas de Ahorros (o instituciones similares) por encima de la Banca. El futuro de la Banca, Cajas y demás instituciones financieras dependerá de su capacidad para competir en todos los segmentos de un mercado financiero con fronteras geográficas más anchas y menos definidas.

3. La fórmula consorcial SODI a la luz de la experiencia bancaria internacional

El epígrafe anterior ha venido a resumir la evolución de la «industria bancaria» en las tres últimas décadas a través de cinco características que, aunque coexisten en el tiempo, van forzando una evolución en la estructura bancaria internacional:

— El predominio de las relaciones de corresponsales bancarios entre Bancos separados por fronteras geográficas y con fuerte implantación local.

— Expansión internacional de la Banca en apoyo de sus clientes nacionales en el extranjero (expansión que se intensifica en los años cincuenta y comienzos de los sesenta).

— Desarrollo de fórmulas consorciales apoyadas en mercados interbancarios supranacionales, orientado al análisis del riesgo y financiación a largo plazo de empresas nacionales sin

PRINCIPALES BANCOS CONSORCIALES EXTRAIDOS DE LA LISTA DE LOS CIENTO DIEZ DE WORLD BANKING

BANCO CONSORCIAL Y SEDE	Constitución	BANCOS ASOCIADOS Y SU PARTICIPACION EN PORCENTAJE	Total activos 1979 (millones de dólares)
• European American Bank. Nueva York (compra del antiguo Franklin National Bank).	1950	Amsterdam Rotterdam Bank (17); Creditans talt Bankverein (Austria 2,5); Deutsche Bank (20,25); Midland Bank (20,25); Societé General de Banque (Bélgica, 20,25); Societé General (Francia, 20,25).	6.607
• Banque European de Credit. Bruselas.	1967	El mismo grupo, incluyendo a la Banca Commerciale Italiana.	3.356
• Societé Financiere Européenne (Luxemburgo) y Banque de la Societé F. E. (París).	1967 1970	Por partes iguales, Algemene B. Nederland, Banca Nazionale di Lavoro, Bank of America NT y SA, B. Buxelles Lambert, B. Nationale de París, Barclays Bank Int., Dresdner Bank, Sumitomo B., Union Bank of Switerland.	3.533
• Orion Bank. Londres.	1970	Chase M. (20), Nat West (20), Royal B. Canadá (20), Westdeutsche Landesbank (20), Crédito Italiano (10), Mitsubishi (10).	2.733
• Union de Banques Arabes Françaises. París.	1970	Treinta bancos árabes y tres bancos franceses.	4.035
• Saudi International Bank. Londres.	1975	Saudi Arabian M. Agency (50,0), Morgan Guaranty (20,0), Nat West, Westdeutsche L., B. of Tokio, BNP, Deutsche B., U B Suiza (5 por 100 cada uno).	2.008
• BUHAL (B. Urquijo, Hispano Americano, Ltd.). Londres.	1973	Banco Urquijo (150,0), Banco Hispano Americano (50,0).	63

Total de activos de los 110 bancos consorciales a diciembre de 1979 ... ... U S $ 68.000 millones

Volumen de activos de los cinco primeros bancos del mundo a diciembre de 1979 ... ... U S $ 502.000 millones

Volumen de activos de los quinientos primeros bancos del mundo a diciembre de 1979 ... ... U S $ 6.000.000 millones

relación bancaria previa con los Bancos accionistas de tales consorcios (desarrollo intensificado a finales de los años sesenta y comienzos de los setenta, dando lugar al comienzo de la internacionalización bancaria).

— Desarrollo multinacional directo de los principales Bancos nacionales del mundo, desde finales de los años setenta, atendiendo al mercado mayorista *(wholesale banking).*

— Entrada de los grandes Bancos multinacionales y de algunas fórmulas consorciales en el mercado bancario minorista (competencia por todo el negocio bancario).

Estas tres últimas fases vienen acompañadas por una revolución electrónica en los sistemas de captación de pasivo y prestación de servicios personales, y por un espectacular desarrollo de los mercados interbancarios que permite un crecimiento de la Banca fundado en costes fijos reducidos, limitada repercusión de los costes de personal (costes de transformación bajos) y gran solidez del accionariado. La atención preferente pasa de la captación de pasivo a la competencia por las operaciones de activo dentro de objetivos de rentabilidad definidos. La solidez del accionariado de las pequeñas sucursales de los grandes Bancos multinacionales permiten competir con la Banca nacional fuertemente implantada, alargando la vida de las operaciones financieras.

En realidad, los defensores de la participación de las Cajas en las SODI no son ajenos a este tipo de consideraciones. Buena parte de la Banca y la inmensa mayoría de las Cajas —en particular las pequeñas y medianas— se encuentra en la primera de las fases antes enunciadas. Lo mismo puede aplicarse al 80 por 100 de las instituciones bancarias en el 80 por 100 de los sistemas financieros del mundo, pero ello no elude la necesidad de tomar medidas para defender la cuota de mercado en un contexto de competencia multinacional creciente.

En este orden de consideraciones, la participación de una Caja en una SODI puede responder a tres objetivos:

1) Puesto que las Cajas no tienen por objetivo la promoción de empresas mediante la *participación accionaria directa* en empresas locales, las Cajas pueden *cubrir indirectamente a través de las SODI este objetivo atípico* contemplado en la política de regionalización de inversiones sostenida en el Real Decreto 2.291, de 27 de agosto de 1977.

2) Las SODI constituyen *una fórmula consorcial útil* para alcanzar una *dimensión espacial mínima de cara a una diversificación* adecuada del riesgo a largo plazo con empresas de la región. Aún así, determinadas SODI tienen una dimensión espacial algo limitada desde una perspectiva de diversificación financiera.

3) Finalmente, las Cajas pueden *guardar la independencia necesaria respecto a las SODI* a la hora de seleccionar el riesgo analizado y ofrecido por éstas a los accionistas que forman parte de la misma. Es obvio que el riesgo a corto plazo (descuento comercial o préstamos) que analiza directamente cada Caja tiene un planteamiento financiero distinto del riesgo a largo plazo.

A su vez, la fórmula consorcial en la que se funda la composición accionaria de las SODI requiere unas características que concuerdan con los objetivos de las Cajas:

1) Las SODI requieren una política de participaciones accionarias directas que debe guardar una independencia de gestión respecto a los intereses de sus accionistas individuales.

2) Las SODI tienen un espacio geográfico sensiblemente más holgado que el de sus accionistas individuales, lo que facilita parcialmente la diversificación espacial y sectorial del riesgo.

3) Las SODI pueden jugar respecto a las Cajas un papel análogo al que los Bancos consorciales y los *merchant banks* controlados por la gran Banca internacional han desempeñado en una determinada época.

Quizá sea oportuno concluir que las características de las SODI encajan en términos generales con los de las fórmulas consorciales en casi todo, con excepción de un aspecto: el predominio de un accionista mayoritario. El INI ha sido el aglutinante imprescindible para lanzar la fórmula consorcial, entre otros motivos por ser el único accionista con experiencia industrial para imponer una metodología en el análisis, selección y seguimiento de empresas. Pero las razones de índole pragmática no eluden la incoherencia lógica que supone la presencia de un accionista mayoritario sujeto a las servidumbres de su naturaleza pública dentro de una fórmula consorcial en la que los accionistas juegan normalmente papeles de iguales *inter pares.*

CUADRO N.° 6

CAJAS DE AHORRO DE ANDALUCIA:
EVOLUCION PREVISIBLE SOBRE HIPOTESIS CONSERVADORA
(Datos en millones de pesetas corrientes)

FECHA	Recursos Ajenos (9,11 % total Cajas Confederadas)	EMPLEOS CAUTIVOS						Empleos libres
		Inversiones Obligatorias			Financiación a largo	Caja + Depósitos Remunerados	Total	
		Valores	Préstamos	Total				
A 31-XII-81	388.997	124.479	50.569	175.048	10.697	34.037	219.782	169.215
A 31-XII-82	444.385	128.871	44.438	173.309	25.552	38.883	237.744	206.641
A 31-XII-83	507.882	132.049	50.788	182.837	44.439	44.439	271.715	236.167
A 31-XII-84	592.150	148.037	59.215	207.252	59.215	51.813	318.280	273.870
A 31-XII-85	676.531	169.132	67.653	236.785	67.653	59.196	363.634	312.897

CUADRO N.° 6 (continuación)

CAJAS DE AHORRO DE CANARIAS:
EVOLUCION PREVISIBLE SOBRE HIPOTESIS CONSERVADORA

FECHA	Recursos Ajenos (2,02 % total Cajas Confederadas)	EMPLEOS CAUTIVOS						Empleos libres
		Inversiones Obligatorias			Financiación a largo	Caja + Depósitos Remunerados	Total	
		Valores	Préstamos	Total				
A 31-XII-81	86.254	27.601	11.213	38.814	2.371	7.547	48.732	37.522
A 31-XII-82	98.535	28.575	9.853	38.428	5.665	8.621	52.714	45.821
A 31-XII-83	112.615	29.279	11.261	40.540	9.853	9.853	60.246	52.369
A 31-XII-84	131.300	32.825	13.130	45.955	13.130	11.488	70.573	60.727
A 31-XII-85	150.010	37.502	15.001	52.503	15.001	13.125	80.629	69.381

4. Evolución previsible

Este último epígrafe recoge las previsiones de empleos cautivos y empleos libres de fondos para el próximo quinquenio en aquellas regiones en que operan, o es previsible que operen, las SODI (cuadro n.° 6). Las previsiones se han efectuado sobre hipótesis de crecimiento de los depósitos muy conservadoras y manteniendo la moderada tendencia hacia la liberalización iniciada en 1977.

Aun con hipótesis tan conservadoras y con tendencias tan moderadas, el volumen de capitales sociales y de obligaciones emitidas (conforme lo previsto en el capítulo III) representan en todo caso un porcentaje muy moderado con respecto al volumen de empleos libres y cautivos, respectivamente. En términos generales, los capitales sociales previstos de una SODI hacia 1985 pueden suponer un 0,5 por 100 del volumen de recursos libres de las Cajas en regiones como Andalucía y Galicia. Teniendo presente que la participación de las Cajas en las SODI puede oscilar en torno al 50 por 100, el *esfuerzo* de las Cajas medido en porcentaje de sus recursos libres estaría en torno al 0,25 por 100. La situación en Canarias y Extremadura obligaría a esfuerzos mucho más considerables.

En buena lógica, la expansión de las SODI entre 1981 y 1986 debe darse a través de la emisión de obligaciones. Siguiendo las hipótesis planteadas en el capítulo III (véase el balance previsto para 31 de diciembre de 1986, con la hipótesis de pesetas de 1980), el esfuerzo de las Cajas en la captación de obligaciones emitidas por las

CUADRO N.º 6 (continuación)

CAJAS DE AHORRO DE EXTREMADURA:
EVOLUCION PREVISIBLE SOBRE HIPOTESIS CONSERVADORA

FECHA	Recursos Ajenos (1,7 % total Cajas Confederadas)	EMPLEOS CAUTIVOS						Empleos libres
		Inversiones Obligatorias			Financiación a largo	Caja + Depósitos Remunerados	Total	
		Valores	Préstamos	Total				
A 31-XII-81	72.590	23.228	9.436	32.664	1.996	6.351	41.011	31.579
A 31-XII-82	82.926	24.048	8.292	32.340	4.768	7.256	44.364	38.562
A 31-XII-83	94.775	24.641	9.477	34.118	8.292	8.292	50.702	44.073
A 31-XII-84	110.500	27.625	11.050	38.675	11.050	7.668	59.393	51.107
A 31-XII-85	126.246	31.561	12.624	44.185	12.624	11.046	67.855	58.391

CUADRO N.º 6 (continuación)

CAJAS DE AHORRO DE GALICIA:
EVOLUCION PREVISIBLE SOBRE HIPOTESIS CONSERVADORA

FECHA	Recursos Ajenos (6,18 % total Cajas Confederadas)	EMPLEOS CAUTIVOS						Empleos libres
		Inversiones Obligatorias			Financiación a largo	Caja + Depósitos Remunerados	Total	
		Valores	Préstamos	Total				
A 31-XII-81	263.886	84.443	34.305	118.748	7.256	23.090	149.094	114.792
A 31-XII-82	301.460	87.423	30.146	117.569	17.333	26.079	160.981	140.479
A 31-XII-83	344.535	89.569	34.453	124.032	30.146	30.146	184.324	160.211
A 31-XII-84	401.700	100.425	39.715	140.140	39.715	35.148	215.003	186.697
A 31-XII-85	458.942	114.735	45.894	160.629	45.894	40.157	246.680	212.262

SODI puede elevarse a un 0,75 por 100 del volumen de sus recursos cautivos, en las mismas regiones de Galicia y Andalucía.

En base a estas previsiones es oportuno concretar dos conclusiones provisionales:

1) La participación de las Cajas en las SODI plantea dos situaciones distintas. En regiones como Extremadura y Canarias sería imprescindible aumentar el accionariado a Bancos y otras instituciones públicas y privadas. Esta política es igualmente deseable en Andalucía y Galicia, aunque la participación de las Cajas sería de por sí suficiente, de contar con determinadas medidas de apoyo por parte de las autoridades financieras. En concreto, sería deseable contar con la calificación de las acciones de las Cajas en las SODI como computables dentro de los coeficientes de inversión obligatoria.

2) La eventual aceptación de las SODI como un instrumento propio de las Cajas para canalizar este tipo de operaciones a largo plazo depende de su propio éxito como fórmula consorcial al estilo de la Banca consorcial desarrollada en Europa en las dos últimas décadas.

VI. CONCLUSIONES SOBRE LA PARTICIPACION DE LAS CAJAS DE AHORROS EN LAS SODI

1. Las SODI como fórmula consorcial: utilidad del instrumento a la luz de la evidencia bancaria internacional

Las SODI constituyen una fórmula consorcial útil para determinados fines de las Cajas de Ahorros. La evidencia internacional muestra que un elevado número de Bancos internacionales han desarrollado fórmulas consorciales —esto es, de asociación en riesgo o *joint venture*— cuyas principales finalidades han sido las de cubrir un ámbito geográfico distinto y más amplio que el de sus Bancos nacionales accionistas, con una especialización en el análisis del riesgo empresarial a largo plazo (preferentemente industrial) como principal producto financiero.

Aunque la gran Banca parece orientarse hoy a un desarrollo multinacional de su propia organización, la fórmula consorcial sigue ofreciendo atractivo a un volumen considerable de Bancos de todas las dimensiones. Aplicando esta generalización a España, es oportuno insistir en que las SODI constituyen una fórmula consorcial útil a las Cajas de Ahorros —preferentemente las de pequeña y mediana dimensión— para el desarrollo de determinadas operaciones de riesgo a largo plazo en un ámbito geográfico regional.

Aunque el negocio bancario con empresas no ha sido el objetivo primordial de las Cajas en el pasado, éstas habrán de prestar una atención creciente a este segmento de su clientela. El riesgo a largo con empresas seguirá siendo cuantitativamente poco importante, pero constituye un servicio financiero complementario del descuento de papel autorizado por el Real Decreto 2.293, de 27 de agosto de 1977, y permite una diversificación adicional en la selección de activos a largo y corto plazo de las Cajas.

El escaso volumen del riesgo a largo plazo de determinadas Cajas individualmente consideradas, y las peculiaridades del seguimiento y control de empresas respecto al análisis del papel para descuento, aconsejan operar con instrumentos consorciales a escala regional que permitan reducir los costes de transformación y diversificar la selección de activos mediante la sindicación de operaciones con empresas de la región entre las Cajas de la misma. Las SODI tienen un campo de juego abonado si alcanzan el prestigio y la solvencia propia de un Banco de servicios *(merchant bank).*

2. Incertidumbres para las Cajas como accionistas minoritarios de las SODI. Equiparación de las Cajas ante la Banca en la financiación del desarrollo regional

El cambio del estatuto originario de SODIGA de 1972 —que era un estatuto de meras participaciones accionarias— al estatuto de mediación financiera promulgado en 1976, permite una definición teórica de las SODI (14). Sin embargo, esta definición no despeja determinadas dudas de las Cajas como accionistas privados minoritarios de las mismas. Sólo las cuentas de explotación y los balances de las SODI tras un período prudencial de diez años, que el presente estudio fija en el decenio 1977-86, permitirá constatar si las SODI han respondido a la definición teórica acuñada por sus técnicos.

Pero es innegable que, pese al esfuerzo del equipo de la Dirección de Desarrollo Regional del INI por dar una imagen estrictamente profesional de las SODI, la intervención pública despierta recelos. No se trata de un recelo del instrumento financiero en sí ni del equipo de la dirección de Desarrollo Regional, sino del posible uso del instrumento en operaciones de saneamiento de empresas en crisis. De hecho, ningún accionista de los principales Bancos consorciales que operan en el mundo admitiría el control por parte de otro accionista individual, máxime cuando las presiones políticas externas ejercidas sobre el equipo técnico INI en los tres últimos lustros hacen del Instituto un socio sujeto a las servidumbres de su naturaleza pública.

Algunas Cajas entienden que las SODI pueden derivar en un instrumento de intervención industrial y financiera destinado a forzar la participación de Cajas en «operaciones de saneamiento». Así las SODI acabarían asimilándose a la política de coeficientes que ha discriminado a las Cajas respecto a la Banca y que se trata de ir

superando gradualmente con la liberalización financiera que arranca de la Orden Ministerial de 23 de julio de 1977.

Las Cajas pueden argumentar que si el Gobierno llama a las Cajas de Ahorros a participar en las SODI al objeto de compartir el esfuerzo del Estado en el desarrollo regional —y si las SODI constituyen un invento razonable en consonancia con la política de liberalización iniciada en 1977— es de esperar que el llamamiento se extienda en las mismas condiciones a la Banca privada que opere en la región. El punto 6 de estas conclusiones se refiere a la equiparación de las Cajas con el INI (o cualquier otro accionista) en el seno de las SODI, y con respecto a la Banca, en lo que hace referencia a la financiación del desarrollo regional.

3. Planteamiento financiero de la participación de las Cajas en las SODI: rentabilidad y autofinanciación de las mismas

Toda inversión de una Caja en una SODI debe resultar rentable a medio plazo, con independencia de que, dada la naturaleza de las SODI, los accionistas renuncien a la distribución de dividendo y persigan una mejor autofinanciación de las SODI mediante la aplicación de beneficios a reservas. Las Cajas accionistas deberán contemplar la rentabilidad de su inversión en las SODI no a través de los ingresos por dividendos en la cuenta de explotación sino mediante una revalorización real del inmovilizado financiero correspondiente a acciones SODI (incluyendo eventuales acciones liberadas con cargo a reservas) que figuran en el balance de la Caja.

Si las Cajas de Ahorros entienden que su inversión en la SODI no resulta rentable —bajo el criterio de ganancias en capital en vez de ganancias por dividendo, como se ha expuesto— debe plantearse a medio plazo el futuro de la participación de las Cajas en las SODI y de éstas en sí mismas. Si las SODI responden a su propia definición teórica y no reparten dividendos, deben alcanzar a medio plazo un cierto grado de autofinanciación, y toda ampliación de capital habrá de plantearse con objetivos de rentabilidad bien medidos —como es habitual en toda sociedad financiera— aun cuando no haya una perspectiva inmediata de distribución de dividendos.

No es fácil definir qué se entiende por rentabilidad a medio plazo. El capítulo III de la investigación ha definido tres fases en el proceso de crecimiento de una SODI hasta alcanzar un mínimo grado de madurez a los diez años de su constitución (1977-86). En la tercera de estas fases —que se periodifica entre 1981 y 1986, y corresponde al inicio de emisión de obligaciones— las SODI debieran ir dando resultados y reservas proporcionados a sus recursos propios, sin perder de vista que la actual crisis industrial hace aconsejable definir con austeridad los objetivos de rentabilidad.

Pero si el accionista principal (INI) convoca a los accionistas privados (Cajas) a la constitución de nuevas SODI o a ampliaciones de capital en las existentes sin unas expectativas de resultados razonablemente adecuadas a los capitales invertidos, harán bien las Cajas en aclarar cuantificadamente los objetivos de las SODI con el accionista mayoritario y tomar decisiones en consecuencia. Hay que dar tiempo a las SODI para alcanzar sus objetivos, pero hay que definir y exigir el cumplimiento de los mismos desde que se acude a una suscripción de capital. Y si los objetivos no se cumplen, será preciso indagar en los conflictos de objetivos que puedan surgir en la gestión de las SODI.

4. El conflicto entre los objetivos de desarrollo y reconversión industrial en las SODI: implicaciones para la formación del accionariado

La creación de unas sociedades de desarrollo en plena crisis industrial constituye una paradoja histórica y puede inducir a algunas Cajas de Ahorros a la sospecha de que, pese a su razón social, la creación de las SODI responda a una nueva fórmula de intervencionismo destinada a forzar la participación de las Cajas en una política de saneamiento de empresas.

La reconversión de sectores y el saneamiento de sus empresas constituye un objetivo prioritario de política económica, pero parece difícilmente compatible dentro de una misma SODI con el objetivo de desarrollo de proyectos viables. La incompatibilidad se concreta en dos aspectos:

— Incompatibilidad en cuanto a métodos de gestión, por cuanto parece difícil medir por el mismo rasero a empresas en

crisis y a empresas con proyectos de futuro. La gerencia enfrentada a objetivos tan dispares como la reconversión y el desarrollo está condenada a incurrir en agravios comparativos entre sus propias empresas, de difícil justificación objetiva.

— Incompatibilidad entre el accionariado, por cuanto una política de desarrollo implica objetivos de retorno de fondos mientras una política de reconversión implica financiación privilegiada o, llanamente, a fondo perdido.

Por todo ello, uno de estos objetivos ha de predominar, tanto en el enfoque de las operaciones de una SODI, como en el impacto sobre su cuenta de resultados. No obstante, tanto si predomina el objetivo desarrollo (retorno de fondos) como reconversión (financiación a fondo perdido), la actual composición del accionariado carece de lógica:

1) Si predomina el objetivo reconversión (financiación privilegiada) y la SODI no alcanza una mínima rentabilidad para sus recursos propios, el accionariado privado acabará renunciando a tal inversión o aceptando futuras ampliaciones de capital como una imposición política similar a los coeficientes de inversión, lo que no concuerda con el espíritu original de las SODI.

En tal caso, sería lógico complementar el accionariado público (INI) con el de las Comunidades Autónomas y otras instituciones públicas, limitando la participación privada a la financiación por coeficientes que, siendo obligatorios, debieran aplicarse por igual a los fondos captados en la región por las Cajas y por la Banca. Bajo este criterio, el accionariado público sería mayoritario, cuando no total, 100 por 100.

2) Si predomina el objetivo desarrollo (retorno de fondos), parecen obvias dos proposiciones: primera, que la invitación a participar en la financiación de las SODI (por recursos propios o ajenos) se extienda a la Banca. Segunda, que la fórmula consorcial resultante dé un tratamiento equitativo a los accionistas. Bajo este criterio, todo accionista sería minoritario con un límite de participación del sector público de hasta el 50 por 100 y negociación libre de las acciones.

5. El predominio del accionista mayoritario INI dentro de la fórmula consorcial de las SODI: incoherencia lógica justificada por un pragmatismo ocasional

Aun cuando la fórmula consorcial de las SODI puede resultar muy adecuada para las Cajas, el actual predominio de un accionista mayoritario resulta una incoherencia lógica con la propia fórmula consorcial basada, convencionalmente, en una situación de igualdad de derechos de los accionistas. El predominio del accionista INI responde en su origen a un pragmatismo ocasional, cual es la ausencia de una institución aglutinante en el accionariado de las SODI, al margen del propio INI. Lo cierto es que sólo el Instituto cuenta con la tradición industrial imprescindible para imponer una metodología de evaluación de proyectos y de seguimiento de las empresas participadas en la fase de creación y consolidación de las SODI.

Pero, junto a estas razones de elemental pragmatismo, el predominio del INI plantea determinadas incertidumbres a las Cajas de Ahorros. Aparte de la incertidumbre que puedan originar las eventuales presiones políticas sobre operaciones de reconversión, la participación mayoritaria del INI obliga a las SODI a una política de crecimiento no menos incierta por motivos de índole macroeconómica.

Crecer selectivamente en una etapa de crisis industrial es tan arriesgado como aplicar vapor a las calderas para, navegando entre escollos, alcanzar la alta mar. La navegación de las SODI se funda antes en la pericia y cautela del actual Director de Desarrollo Regional del INI y su equipo que en las condiciones de seguridad de la nave. Razón suficiente para justificar que la posición subordinada de las Cajas en las SODI constituya un motivo de incertidumbre para éstas.

Por lo demás, resulta improbable que las propias Cajas estén dispuestas a propiciar un cambio en la composición del accionariado dada la reducida participación individual de cada Caja en las SODI.

6. La financiación de las SODI por emisión de obligaciones computables: tratamiento equitativo para las Cajas y la Banca en la financiación del desarrollo regional

Si el Gobierno llama a las Cajas a participar en las SODI al objeto de compartir el esfuerzo del Estado en el desarrollo regional, sería lógico esperar que el llamamiento se haga en las mismas condiciones a la Banca privada que opere en la región. Ello estaría en consonancia con la política de liberalización en el análisis del riesgo y de equiparación financiera entre Cajas y Banca iniciada en 1977.

De acuerdo con lo expuesto en el estudio, las SODI debieran crecer a partir de 1981 por captación de recursos ajenos hasta alcanzar un grado mínimo de madurez a los diez años de su creación. Es de desear que el crecimiento posterior se base en el recurso a un sistema interbancario desarrollado y que la selectividad de sus operaciones de activo permita afinar su imagen como sociedades financieras de servicios *(merchant banks)* capaces de analizar, tomar y sindicar riesgos a largo plazo.

Pero volviendo al estado actual de las SODI, caracterizado por el predominio de los recursos propios, y dado el peso de la financiación privilegiada mediante coeficientes de inversión obligatorios en España, es lógico que las SODI aspiren a financiarse mediante la emisión de obligaciones computables, como establece su estatuto y la legislación vigente. Ello supone un esfuerzo para las Cajas de Ahorros de la región que debiera ser compartido por todas las instituciones financieras que captan pasivo en la misma.

Si el Gobierno está dispuesto a apoyar a las SODI en su política regional, es de esperar que los planes de financiación de las SODI contemplen la colocación de obligaciones entre todas las instituciones financieras en proporción a la captación de pasivos en la región, mediante la instrumentación de los oportunos coeficientes. Y si los coeficientes van a contracorriente de la política de liberalización financiera iniciada en 1977, es de esperar que el Gobierno arbitre las medidas necesarias para que los títulos de deuda pública o paraestatal —y en particular de las SODI— puedan colocarse sin necesidad de recurrir a coeficiente alguno.

NOTAS

(*) El autor agradece a Victoriano López-Pinto, Iñaki G. de Cortázar, Isabel Bonache, Félix Caballero y Pascual Arbona su aportación crítica a este estudio, aun cuando el texto es responsabilidad exclusiva del autor.

(1) La apertura del accionariado a la Banca fue uno de los puntos más ardientemente defendidos por la Dirección de Desarrollo Regional, por un conjunto de razones que merece la pena exponer. En primer lugar, y aunque la mayoría de las Cajas han apoyado sistemáticamente a las SODI, la dependencia a un solo grupo de accionistas financieros podía dificultar una ampliación de capital en el caso de que la defección de algún accionista desequilibrara el «peso político regional», identificado con la presencia relativa de las Cajas provinciales en el Consejo. La presencia de la Banca nacional aliviaría pequeños recelos regionales. Además, la Banca constituye uno de los focos naturales de actividad mercantil en la región, segunda y decisiva razón para su incorporación. También puede señalarse que la inclusión de la Banca favorece la confianza general de aquellos accionistas que siguen creyendo en la mayor inmunidad de la Banca a las infecciones intervencionistas.

Por lo demás, debe tenerse presente que toda exigencia de apoyo financiero de las Cajas de Ahorros al desarrollo regional debiera extenderse a la Banca en la proporción que corresponda a sus depósitos en la región.

(2) Pierre Poplu, *Les societés de developpement régional: statut, bilan et perspectives,* Edit. Berger Levrault, 1973.

(3) «Las SDR han nacido a impulsos políticos y administrativos más que como resultado de un estudio profundo de las necesidades a las que habían de responder... Su creación y evolución responden a una tradición de los poderes políticos franceses, consistente en crear nuevos órganos para intentar resolver problemas que organismos probados hubieran podido resolver si hubiesen sido convenientemente estimulados a ello... En tanto que Banca de negocios (industrial), las SDR no han jugado el papel de motor que se les había asignado, limitándose a acompañar a fenómenos de expansión nacidos fuera de ellas. Sus intervenciones en el ámbito de los préstamos a largo plazo son en ocasiones inadecuados a las necesidades financieras de las empresas y constituyen a menudo un factor de desorden financiero. De un modo general, sus servicios (financieros, principalmente) son de una

calidad discutible. Por su funcionamiento actual, las SDR constituyen un lamentable ejemplo de mala administración económica...» PIERRE POPLU, *op. cit.*, pág. 199.

(4) Además, debe tenerse presente que la proliferación de oficinas bancarias y nuevas entidades de crédito, a finales de los años sesenta, creaba una situación peculiar, con dos fuerzas contrapuestas. De una parte, las nuevas entidades debilitaban el *statu quo* bancario, mientras que, de otra, la expansión de sucursales bancarias reforzaba la capacidad de captación de pasivo de los grandes, por meras razones de dimensión óptima. Aunque se hubieran configurado como Bancos industriales, las SODI hubiesen carecido de capacidad real de captación de pasivo.

(5) Las SODI son empresas estatales de acuerdo con la Ley General Presupuestaria, de 4 de enero de 1977, que contempla como tales a todas aquellas con participación superior al 50 por 100 del capital social.

(6) Una primera defensa del beneficio como uno de los criterios de actuación de las sociedades de desarrollo se encuentra en el ejemplar de *Economía Industrial,* número 182, de febrero de 1980, dedicado íntegramente al INI, en el artículo «Empresa pública, iniciativa privada y desarrollo regional: las SODI, un invento razonable», firmado por el autor del presente trabajo.

(7) La Ley recoge en su artículo 13, punto 0, una norma por la que las sociedades pueden deducir de su base las sumas invertidas en cualquier clase de título valor de las sociedades privadas de desarrollo regional, cual si tales inversiones fuesen un gasto deducible necesario para el proceso productivo de la empresa. La norma era tan sorprendentemente generosa y fuera de lugar que su desarrollo reglamentario ha caído en el olvido, por el momento.

Respecto a la Banca industrial, la Ley recoge los elementos técnicos fiscales necesarios para eludir su doble imposición, pero olvida extender el mismo trato a las SODI.

(8) SCHWARTZ Y GONZÁLEZ, *Una historia del INI,* Ed. Tecnos, 1978, págs. 33 y 34.

(9) SCHWARTZ Y GONZÁLEZ, *Una historia del INI,* Ed. Tecnos, 1978, págs. 33 y 34. «Ya en el preámbulo de la Ley fundacional del INI se mencionaba como razón importante para la creación del Instituto la de que "no existieran" en nuestra nación las entidades aptas para financiar estos grandes programas industriales, ya que las actuales sociedades de crédito, por su constitución y especialización en el crédito a corto plazo, no son las indicadas para realizar estos fines.»

(10) El más conocido de los episodios industriales, en la concepción de una economía de guerra, es el de la política de combustibles iniciada con la creación de la Empresa Nacional Calvo Sotelo en 1942. Schwartz y González relatan con agudeza semejante experiencia, aunque no detallan el abandono progresivo del proyecto. Suanzes era un ingeniero demasiado bueno para no advertir que el proyecto de obtener 120.000 Tm. de gasolinas de un millón de toneladas de pizarra sólo podría justificarse en la «racionalidad» de una economía de guerra, o ante un agotamiento inmediato de recursos energéticos importables, lo que estaba muy lejos de producirse en 1942.

(11) *World Banking,* 1980-81, «Financial Times Business Publishing Ltd.», 1981. DAVID FAIRLAMB, *Spain and Portugal groom themselves for EEC membership,* pág. 19.

(12) STEWART FLEMING, «Increasing threat to capital base», *Financial Times,* 23 de junio de 1981, pág. III, suplemento.

(13) *World Banking,* op. cit. MICHAEL BLANDING, *International Banking: caution and disquiet the recond time around,* página XXVI.

(14) Se trata de la definición citada en diversos epígrafes del estudio: «Las SODI son sociedades mercantiles públicas de promoción industrial por la vía de la participación accionaria, la mediación financiera y la prestación de servicios» (definición asumida por la Dirección de Desarrollo Regional del INI en 1978).



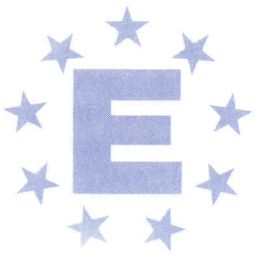
Programa de Política Económica de la CEE

PAPELES
DE ECONOMIA ESPAÑOLA

La «Colaboración Especial» de este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA no recoge por esta vez las opiniones de un destacado economista sobre un tema importante de la política económica de nuestro tiempo. El documento que hemos seleccionado en esta oportunidad tiene dos ponentes colectivos: el Comité de Política Económica de la CEE y la Comisión de las Comunidades Europeas, que son quienes han definido el contenido del V Programa de Política Económica a Medio Plazo, que da argumento a estas páginas finales de nuestra publicación.

Como se justifica en la introducción editorial, existen poderosas razones para redactar, en este tiempo de incertidumbre y de crisis que nos ha tocado vivir, un programa de política económica a plazo medio al que ajusten su comportamiento los ciudadanos. Los problemas de la crisis actual no son problemas de un día. Constituyen comportamientos duraderos que sólo puedan cambiarse por una actuación perseverante de la política económica. Y trazar, en consecuencia, este cuadro de referencia a medio plazo de la política económica no supone otra cosa que realizar el acto de coherencia lógico de conceder a los problemas críticos la dimensión temporal con la que se configura entre nosotros.

Como el lector podrá comprobar, las páginas siguientes le ofrecen dos partes distintas de este Documento de la CEE. De un lado, la introducción en que la Comisión de las Comunidades trata de justificar la necesidad de la programación a plazo medio. En segundo lugar, se incluye el Resumen y las Conclusiones del V Programa de Política Económica a Plazo Medio. Creemos que, tanto los razonamientos de la Comunidad, como el contenido del Programa, constituyen un punto de partida interesante para la política económica española. La gran urgencia de nuestra política está en echar el ancla hacia adelante, tratando de fijar las directrices que sirvan de referencia para las actuaciones de los distintos agentes de la economía y con las cuales ganar, día a día, el futuro de una sociedad dinámica. Si los problemas de la crisis, con raíces temporales duraderas no reciben respuesta social y política de la misma dimensión, no podremos quejarnos de sus inevitables consecuencias: el agravamiento continuado de sus efectos.



Prefacio de la Comisión

1 Un primer comentario se refiere a la importancia del quinto programa de política económica a medio plazo.

1.1 La experiencia del pasado aconseja no proponer la adopción de un programa cifrado cuyo establecimiento hagan prácticamente imposible las eventualidades de la coyuntura internacional y las diferencias de situación en la Comunidad. En todo caso, incluso interpretados con precaución, los modelos realizados bajo nuestra responsabilidad ponen de manifiesto perspectivas en materia de empleo lo suficientemente inquietantes como para justificar un importante esfuerzo de inversión de la tendencia. El previsible aumento de la mano de obra disponible, conjugado con un crecimiento espontáneo de la economía sensiblemente inferior al de los años 1960 hacen temer, en efecto, una elevación continua y quizá sustancial del número de parados.

1.2 Para hacer frente a esta amenaza, la Comisión, con el Comité de política a medio plazo, recomienda una acción que combine la lucha contra la inflación y la política de oferta. Esta acción debe ser incardinada en su verdadero contexto.

El programa de política a medio plazo es, en efecto y ante todo, un acto político. Se trata de hacer aprobar una política y de hacer que se admitan sus medios. Esta exigencia es tanto más poderosa en cuanto que la línea sugerida implica disciplina, sacrificio, cambios; implica también la vuelta al espíritu de iniciativa y de éxito que ha caracterizado la Europa de la post-guerra. En una palabra, requiere un consenso activo, sólo posible si el objetivo perseguido se expresa claramente, comprendidas las condiciones para alcanzar el éxito. Este objetivo no es gestionar la fatalidad. Es asegurar una vuelta estable a un nivel de empleo satisfactorio. El Consejo debe decirlo.

1.3 Para alcanzar este objetivo son condiciones absolutas una menor dependencia energética y una excelente competitividad. Se trata de una doble evidencia: una competitividad insuficiente reduce, en beneficio de otros, nuestra parte de los mercados exteriores y de nuestro propio mercado, es decir, afecta al crecimiento y, en consecuencia, a las posibilidades de empleo. Una dependencia energética excesiva acentúa las dificultades unidas a las balanzas de pagos y amplifica la «desviación deflacionista» que introduce toda transferencia neta importante hacia el exterior.

La consideración del empleo obliga, pues, a reconocer una prioridad absoluta al desarrollo de la inversión productiva y a la búsqueda de costes de producción competitivos. Esta doble prioridad, encuadrada en el imperativo de la lucha contra la inflación, debe aparecer en todas las políticas, macroeconómicas o específicas, seguidas en los Estados miembros. Sin embargo, es más fácil hacer que se acepten las justificaciones generales que ciertas condiciones necesarias para su éxito: un reparto diferente, menos favorable al consumo, de los recursos creados en la economía; una lucha activa contra las rigideces estructurales; la puesta en tela de juicio de las ventajas ya adquiridas. Desde luego, la vinculación entre estas exigentes condiciones y la realización del objetivo de salvaguardia y creación de empleo debe ponerse de manifiesto de modo continuo y convincente. El debate sobre el quinto programa de política a medio plazo proporciona a la Comunidad y a cada Estado miembro una ocasión privilegiada para ello.

2 Tal como se somete al Consejo, el programa no fija una de las cuestiones más debatidas en las discusiones preparatorias, a saber, el papel que corresponde respectivamente a las políticas de oferta y de demanda en los próximos años.

La comisión piensa que este problema no debe elevarse a conflicto doctrinal, tanto más cuanto que las dificultades exteriores y la naturaleza de los cambios estructurales que debemos afrontar reducen inevitablemente las posibilidades de acción a través de la demanda y este punto no se ha discutido. De año en año, la elección que convendrá hacer dependerá, pues, de la coyuntura general y de las situaciones nacionales, pero todo ello dentro de un cuadro muy preciso, es decir, respetando las condiciones necesarias que acaban de ser recordadas. La Comisión estima, de todas formas, que sobre este tema, desde ahora y sin polémica, deberían buscarse elementos que hagan posible el acuerdo.

2.1 Son urgentes medidas concretas para eliminar los obstáculos al progreso de la economía. En la medida en que incentiven la promoción general o selectiva de la inversión, los ahorros energéticos o el desarrollo de fuentes alternativas, tales medidas sostienen necesariamene la demanda efectiva.

Esta política de desarrollo, fundada sobre la competitividad exige, como regla general, la evolución estructural de los presupuestos, es decir, la puesta en marcha de verdaderos programas a medio plazo en materia presupuestaria.

- Con vistas a limitar los déficits públicos, en particular allí donde sobrepasan sensiblemente la media comunitaria, es decir, cuando supongan un drenaje excesivo del ahorro dispuesto a ser invertido a plazo, o cuando se financien mediante la creación de dinero.

- Con vistas a aumentar la importancia, en el seno de los presupuestos públicos, de los gastos que incentivan la inversión, la formación, la moderación de los costes de producción, en suma de desarrollo duradero del empleo.

• Y desde una perspectiva más amplia, con vistas a evitar que las modalidades de financiación del presupuesto social disminuyan la competitividad de ciertos sectores de la industria o de los servicios.

Esta política se impone muy particularmente en aquellos Estados en que la situación presupuestaria es tal que ha desaparecido todo margen de maniobra —y no sólo por razones de confianza en la acción pública—. En estos Estados interesa volver a crear posibilidades de acción y no pretender utilizar medios que, respecto de una sana gestión, han dejado de existir.

2.2 Las observaciones precedentes muestran que las posibilidades de relanzamiento selectivo de la demanda variarán de modo importante en el período, no sólo según la coyuntura sino también:

• De país a país, en función del grado de dominio de los presupuestos y de control de los grandes equilibrios.

• Habida cuenta del peso creciente de la deuda pública, en función de los niveles de éxito de las acciones emprendidas en común para favorecer la vuelta de los tipos de interés a un nivel menos elevado y más estable.

Esta doble constatación refuerza la importancia que tiene, en el plano interior, alcanzar el éxito en la lucha contra la inflación y, en el exterior, mejorar fundamentalmente la cooperación en materia monetaria.

2.3 Además, en la medida en que existen medios de relanzamiento de la demanda en nuestras economías, aunque sean inevitablemente limitados, su uso deberá realizarse según criterios precisos, por ejemplo:

• Ejercitarse, en la medida de lo posible, en campos en los que exista mano de obra y medios de producción disponibles y en los que el impacto directo sobre la balanza de pagos sea débil (1).

• Si la acción se dirige a las clases más desfavorecidas, concebirla de modo que se eviten los efectos de demostración sobre las otras rentas, especialmente a través del juego de indiciaciones generalizadas, ya sean de hecho o de derecho.

2.4 La Comunidad puede, sin que esta acción tenga que provocar una discusión doctrinal, contribuir al mantenimiento de la demanda en el mejor nivel posible. Uno de los aspectos de esta contribución es la coordinación más activa de las políticas económicas nacionales (es decir, la búsqueda sistemática de su coherencia para obtener el efecto multiplicador, aunque sea moderado, unido a la interdependencia comunitaria, cuando estas políticas se definen anualmente).

Otros aspectos son la participación en la promoción de la inversión y la realización de la solidaridad financiera en materia de balanza de pagos, cuando se justifique económicamente.

2.4.1 Esta acción o estas posibilidades de acción comunes, aun cuando sean difíciles de expresar en cifras, constituyen una aportación real al crecimiento, aportación que debe ser metódicamente investigada. Es la vida cotidiana de nuestra Comunidad. Pero el

(1) A este respecto, en relación con las políticas de oferta y de energía, se deberá realizar a nivel comunitario un examen más sistemático de las posibilidades que ofrecen para el crecimiento los sectores de obras públicas y de la construcción y las condiciones de su eventual puesta en marcha. Igualmente, como la Comisión ha recomendado, los Estados deberán prestar particular atención a la constitución de reservas de proyectos susceptibles de evitar, en el momento en que se decidan las acciones de sostenimiento que, por falta de puntos de aplicación satisfactorios, ejerzan un efecto inflacionista o tengan un resultado tardío, y quizá procíclico.

desarrollo de otro elemento de la demanda exige tomas de posición o iniciativa a nivel europeo. Se trata de la demanda internacional, cuya expansión (8 por 100 anual durante los años sesenta y 6 por 100 durante el último decenio) ha favorecido nuestro propio crecimiento y cuyo marcado debilitamiento (1,5 por 100 en 1981) explica parcialmente nuestras mediocres perspectivas de expansión.

2.4.2 Así, un reciclaje más largo de los excedentes de la balanza de pagos de los países petroleros sería un elemento importante de recuperación de la demanda mundial. Las instancias comunitarias son sensibles a este problema, que afecta particularmente a los países en desarrollo. Se ha deliberado largamente sobre él. La Comunidad, pesadamente deficitaria ella misma, ha elegido apoyar prioritariamente los esfuerzos iniciados por los organismos de Bretton Woods para reducir las dificultades, si no para hacerlas desaparecer.

Los resultados alcanzados han sido, en el mejor de los casos, limitados, y muy frecuentemente, decepcionantes. De forma inmediata y duradera, esta línea de conducta recaba, pues, una acción más convencida. Periódicamente el Consejo debe examinar los resultados obtenidos y poner al día su reflexión sobre el desarrollo de la demanda internacional, especialmente la de los países en vías de desarrollo. Debe hacer de la contribución, que puede ser la nuestra en este punto (mediante la acción exterior, o en cooperación con otros, o directamente), uno de sus temas prioritarios.

25 La acción comunitaria debe, pues, ayudar a identificar y a presentar a nivel europeo no sólo las dificultades comunes, sino también objetivos ambiciosos; favorecer año tras año un suplemento de crecimiento y consecuentemente del empleo, a través de una coordinación más estricta de las políticas; utilizar en beneficio de una evolución económica más segura un poder de negociación del que carecen los Estados miembros individualmente considerados.

3 Aparte del lugar que debe ocupar en la realización de la política de conjunto preconizada, la Comunidad tiene un papel propio que desempeñar en cada una de las principales políticas que concurren en la estrategia definida en el proyecto de programa. Los argumentos que siguen se consagran a esta dimensión comunitaria considerada, no como un objetivo en sí mismo, sino como un factor suplementario de éxito.

La Comisión propone cuatro orientaciones principales:

- La realización de un progreso decisivo en el establecimiento del sistema monetario europeo.
- El alza sustancial de la tasa de inversión en la Comunidad, y más específicamente de la inversión energética, como parte de una estrategia común de la energía.
- La explotación sistemática del mercado interior y su dimensión continental.
- Una mayor participación de la Comunidad en una política activa del empleo.

4 Con el sistema monetario europeo, la Comisión se lanza a una operación ambiciosa, pero progresiva, de estabilización y de convergencia. La contribución del sistema —es decir, una mayor seguridad en la actividad económica, una vigorosa incitación respecto de los grandes equilibrios, el impulso a la convergencia de las políticas, el peso que confiere a Europa en la cooperación monetaria internacional— debe ser parte fundamental en la consecución de la estrategia definida en el quinto programa.

4.1 La Comisión insiste, pues, en la necesidad de consolidar y de desarrollar la acción monetaria común.

Lo hace con la doble convicción de:

- Que este fortalecimiento esté en relación con la coordinación más estrecha de las políticas económicas que implica el quinto programa, una de las condiciones para mantener el nivel de integración monetaria esperado.
- Que estabilidad monetaria, perspectivas económicas más seguras y aumento del empleo están estrechamente unidos.

4.2 Para el futuro inmediato, el Consejo deberá reforzar la cooperación monetaria interna y buscar una organización más estable de las relaciones con las otras grandes monedas. A este fin:

a) Antes de fin de año deben tomarse medidas para, conforme a las exigencias lógicas de la empresa común, organizar la discusión previa a nivel comunitario de las políticas monetarias nacionales así como su concertación activa (fijación de objetivos intermedios, política de tipos de interés, adopción de medidas significativas; política de endeudamiento exterior, eliminación de eventuales conflictos en la utilización y en la estructura de los instrumentos de la política monetaria).

Aunque se hayan registrado progresos, la heterogeneidad de las situaciones y las diferencias de concepción han hecho que los acercamientos en estos cambios hayan sido lentos. Los acontecimientos más recientes incitan, a pesar de las reticencias, a una acción más sistemática, más voluntariosa y más rápida.

b) El uso en los mercados financieros del Escudo (ECU), expresión de la voluntad monetaria de Europa, debe ser implantado, como ha aconsejado el Consejo Europeo. Tal desarrollo, que será fatalmente progresivo y sin duda lento, no se producirá sin una clara manifestación de interés por parte de las autoridades comunitarias y nacionales, concretada en la supresión de las disposiciones técnicas o reglamentarias que lo obstaculizan.

Es necesario, por otra parte, definir un plan de desarrollo del Escudo (ECU) para los empréstitos del BEI y para los instrumentos de préstamos y créditos de la Comunidad.

c) La cooperación con las otras monedas debe ser intensificada. Desde el punto de vista de la Comisión, más allá de la definición de posiciones europeas sobre cuestiones delicadas como los tipos de interés, y a pesar de aparentes oposiciones doctrinales, el período que se abre puede ser la ocasión propicia para una reflexión más intensa, de sugerencias más precisas y de una tenaz empresa de convicción respecto de:

- La asociación de la Comunidad como tal a la cooperación entre grandes entidades monetarias y la extensión de ésta tanto a las políticas nacionales, cuando produzcan efectos exteriores importantes, como a la gestión del sistema monetario internacional (por ejemplo, en las cuestiones relativas al reciclaje).
- El replanteamiento de una acción concertada con nuestros principales aliados para contener las fluctuaciones sobre los mercados de cambios dentro de «zonas de fluctuación viables», es decir, de límites que consideren con suficiente flexibilidad los datos comerciales y monetarios apreciados en común.
- La gestión a nivel comunitario, por ejemplo haciendo multilaterales los *swaps* y expresándolos al menos parcialmente en Escudos (ECU), de los medios de intervención convenidos en este cuadro general.

Estas ideas, incluso si contrastan con opiniones aceptadas, deben ser objeto de examen sin prejuicios, y con la suficiente rapidez como para que a principios de 1982 la Comunidad haya clarificado sus ideas en materia de cooperación monetaria internacional.

d) Por último, los próximos meses deben ser aprovechados para replantear con la Gran Bretaña y Grecia la cuestión de su plena participación en el sistema monetario europeo, lo que supondría sin duda el reforzamiento de ciertos mecanismos del SME.

La aportación de este último a la estabilidad económica y el marco que proporciona para un crecimiento sano, la utilidad de reforzar respecto del exterior el peso de la empresa monetaria común, justifican en el plano general tal decisión. Además —en lo que respecta a Grecia y teniendo en cuenta el carácter reciente de su adhesión— la lógica comunitaria requiere que todos los Estados participen en la fase próxima, la fase institucional, en la que el SME se integrará formalmente en nuestro acervo.

La Comisión está convencida de que, desde el punto de vista de la Gran Bretaña, las ventajas de tal participación superan sus inconvenientes y de que las características de la moneda británica, especialmente su naturaleza de moneda petrolera, no son un obstáculo dirimente para tal decisión. En el actual estado de cosas, una mayor estabilidad del tipo de cambio de la libra, al ofrecer perspectivas interiores y exteriores más seguras, incentivaría la inversión y contribuiría al objetivo de reforzar las estructuras económicas.

En lo que respecta a Grecia, la preparación de su participación en el SME debe dar prioridad al desarrollo y a la reforma del sector bancario (ya preparados este año por la cotización de la dracma en el mercado internacional) y al control de los agregados monetarios por las autoridades públicas.

43 En lo que se refiere a la segunda fase del SME, la Comisión propone que se adopten las disposiciones necesarias para que el Consejo pueda pronunciarse en 1982.

No se trata solamente de respetar, con retraso, una decisión prevista desde el origen del sistema. En realidad, los resultados obtenidos deben ser encuadrados y ampliados y consolidada la base monetaria de la estrategia de conjunto diseñada en el quinto programa. La adscripción de Europa a una organización monetaria internacional menos inestable, por ejemplo, ha de afirmarse.

Además de las decisiones propuestas más arriba y que contribuirán a reforzar los mecanismos actuales, conviene extraer conclusiones en los próximos meses de los trabajos técnicos, terminados en su parte esencial, sobre las cuatro cuestiones siguientes:

- Modalidades de un Fondo monetario europeo en el que se consolidarían los diferentes sistemas comunitarios de crédito.
- Desarrollo del uso del Escudo (ECU) en las relaciones con los otros Bancos centrales.
- Oportunidad y condiciones de creación de Escudos (ECU) sin contrapartida de depósitos de oro o divisas.
- Naturaleza, estructura y competencias de las instituciones encargadas de gestionar el Fondo monetario europeo.

5 El objetivo de un incremento sustancial de la tasa de inversión en la Comunidad constituye una segunda prioridad. Esta prioridad se impone desde todos los puntos de vista: la competitividad; la independencia energética; el crecimiento, en el que el aumento de la demanda pública o privada de capital fijo debe ser, junto con la demanda exterior, el factor más vigoroso; en resumen, el empleo.

5.1 La necesidad de un reajuste aparece en las cifras.

Desde 1973 la inversión global (formación bruta de capital fijo: 21,05 por 100 en media comunitaria de 1974 a 1980, contra 22,4 por 100 entre 1967 y 1973) ha descendido ligeramente en porcentaje de un PIB en crecimiento desacelerado. Es inferior en más de 10 puntos al esfuerzo conseguido por el Japón (32 por 100 en 1980), lo que muestra con claridad la medida de la diferencia de dinamismo entre las dos economías. De la misma forma, la inversión energética (cuya importancia industrial se duplica por el efecto de apertura que provoca en la balanza de pagos) se estanca en torno al 1,6 por 100 del PIB cuando se estima su nivel mínimo razonable en un 2,2 por 100 y la tasa alcanzada por Estados Unidos es casi dos veces superior.

5.2 La contribución europea no debe ser sólo el resultado de una toma de conciencia común, de la participación en un conjunto de acciones de ámbito general que favorezcan la estabilidad y el crecimiento y el enmarque recordado más arriba de los esfuerzos nacionales de reconversión presupuestaria hacia la inversión.

5.2.1 Debe ser más directa y resultar del desarrollo regular de instrumentos financieros establecidos desde antiguo (BEI, CECA) o más recientemente (Euratom, NIC). Este desarrollo de una acción que ha sido conducida con mesura tiene un valor de símbolo, de demostración colectiva, que no puede ser subestimado. Además, tal política permite movilizar en beneficio de todos, apoyándose sobre el crédito político y financiero de la Comunidad, medios suplementarios que deberán ser más ampliamente utilizados en favor de las pequeñas y medianas empresas industriales. Expresa una solidaridad activa, especialmente en pro de las economías nacionales o regionales en las que la intervención de los préstamos comunitarios constituye un apoyo determinante, compromete a fijar conjuntamente prioridades, a establecer programas, a catalizar medios financieros y capacidades de decisión. La continuación inequívoca de una de las escasas iniciativas que han de ser sometidas al juicio de la Comunidad en estos últimos años debe marcar desde su inicio el quinto programa a medio plazo, bien entendido que debe respaldar y no contrariar las intervenciones nacionales sobre los mercados, necesarias para la cobertura de las necesidades de inversiones o las de los déficits de balanza de pagos.

5.2.2 La definición de un cuadro favorable a la inversión es otro aspecto de esta dimensión comunitaria. La Comisión preconiza un examen sistemático de las medidas financieras o fiscales tomadas en favor de la inversión y del ahorro destinado a financiarla, no sólo para asegurar su compatibilidad con las reglas comunitarias sino también para apreciar la eficacia de los medios utilizados y elegir las técnicas más eficaces, en otros términos, para articular un proceso de armonización dinámica en este sector prioritario. La Comisión se asegurará las ayudas necesarias para proceder a este examen, que deberá extenderse al conjunto de las reglamentaciones relativas a la inversión, por ejemplo aquellas que, limitando el empleo de equipos, aumentan el coste relativo.

5.2.3 En lo que se refiere a las inversiones en el campo de la energía, el estudio se desarrolla a nivel comunitario en el marco de la definición de una estrategia energética que combine la coherencia de las políticas nacionales y la movilización de los medios comunitarios reglamentarios y financieros. Esta estrategia, aunque no sea abordada extensamente ahora, deberá ser uno de los puntos fuertes del quinto programa.

Se desarrollará en cinco direcciones:

• Unidad del mercado, basada sobre su transparencia, sobre la armonización progresiva de las condiciones de formación de costes y sobre la búsqueda de la utilización óptima de recursos energéticos comunitarios, especialmente carbón.

• En este cuadro, veracidad de los precios asociada a prácticas fiscales respetuosas de los objetivos económicos fijados de común acuerdo, especialmente en materia de desarrollo de nuevos recursos comunitarios y de economías de energía.

• Dispositivo comunitario de crisis.

• Participación europea en el esfuerzo investigador en aquello en que se justifique por la importancia de la financiación, la extensión de los medios técnicos a utilizar o la movilización de los equipos más competentes.

• Aceleración de la inversión. En este punto, el elemento principal será el establecimiento de programas reales, basados en perspectivas serias de realización administrativa y de financiación así como la definición de orientaciones inequívocas respecto del papel de la energía nuclear como parte de las mismas.

Aparte de los préstamos que otorgue, la Comunidad puede contribuir tanto confrontando a su propia escala los proyectos y su seguimiento, como impulsando la disponibilidad de los medios reglamentarios y financieros necesarios (subvenciones o incentivos fiscales, estructuras de financiación, especialmente en materia de ahorros energéticos).

6 Aunque la competitividad se ha convertido para Europa en una cuestión de supervivencia no explotamos suficientemente ni las economías de escala, ni el impulso concurrencial positivo de un gran mercado interior, principal elemento que justifica nuestra pretensión continental.

En el quinto programa, deben perseguirse tres objetivos:

6.1 Terminar metódicamente el establecimiento del mercado común.

La supresión de impedimentos técnicos, la armonización de las legislaciones que influyen en la producción, la aceleración de los trabajos en el sector de servicios, continuarán siendo objeto de proposiciones por parte de la Comisión, pues ésta espera que su importancia sea reconocida por todas las instituciones. Las decisiones periódicas relativas a estas materias deben ser consideradas por el Consejo como actos importantes cuidadosa y activamente preparados.

6.2 Basar en el mercado único la política comunitaria en materia de tecnología y de innovación.

A falta de un esfuerzo vigoroso para desarrollar nuevas industrias y técnicas, la Comunidad corre el riesgo de llegar a gestionar en el futuro una economía en retroceso, incapaz de presentarse en mercados de productos y servicios en fuerte expansión, no apta para crear los empleos más característicos de una sociedad moderna y vivaz.

La importancia de la contribución comunitaria se desprende directamente del papel del mercado en los sectores avanzados de la industria y los servicios.

Tal intervención debe referirse a:

• La normalización de productos (lo que supone, a su vez, acciones comunes o conjuntas de investigación).

• La utilización coordinada de las demandas públicas.

• La definición de las técnicas de formación mejor aplicadas, para las cuales la

Europa de los Diez puede constituir un buen laboratorio de investigación y experimentación.

- El análisis del marco reglamentario, a la vez, más favorable al desarrollo de la innovación y más compatible con la existencia del mercado común.
- La participación europea en el esfuerzo investigador en condiciones análogas a las definidas para la innovación.
- Finalmente, el esfuerzo informativo que supone no sólo la aceptación de una evolución inevitable, sino también y especialmente la apreciación de los cambios que aporta.

63 Impulsar la armonización efectiva de las condiciones de producción.

A este respecto (2), la Comisión preconiza el establecimiento de un «modelo fiscal europeo» con:

- Orientaciones comunes, progresivas y flexibles, respecto del peso respectivo de la fiscalidad directa e indirecta así como de la parafiscalidad.
- Un cuadro-marco para el impuesto sobre el valor añadido que comprenda abanicos de tipos de gravamen, dentro de los que se reagruparían progresivamente, según un esquema común, el conjunto de productos sujetos al IVA.

Semejante programa, conforme a la lógica del mercado único, reforzaría sin rigidez la evolución presupuestaria, y consecuentemente fiscal, que impone la presente situación de las Haciendas públicas, así como la necesidad de una cierta reorientación de las acciones gubernamentales hacia una política de oferta. Permitiría, a plazo, la desaparición de las fronteras fiscales, rasgo significativo de la existencia de un verdadero mercado común. El mantenimiento duradero de disparidades limitadas, que se justifican por situaciones no completamente homogéneas, y por la necesidad de que los Estados conserven un margen financiero real de maniobra, no deberá ser un obstáculo mayor en Europa que en los Estados Unidos.

Al plantear el principio de esta aproximación, cuyas dificultades técnicas y audacia política no son ignoradas por la Comisión, la Comunidad dará prueba de su vitalidad sin realizar un acto tan revolucionario como fue la puesta en marcha de un mercado único en 1958, época de derechos aduaneros altos y de contingentación generalizada en ciertos Estados miembros.

7 Una mayor participación de la Comunidad en la política activa de empleo, es decir, en una acción específica relativa al acceso al mercado de trabajo y a su organización, justificada por consideraciones económicas y técnicas, tendrá además, de demostrar el carácter prioritario del objetivo del empleo, el efecto de probar el valor de la voluntad colectiva en ese empeño.

Se trata, pues, de completar la acción de conjunto cuyos principales rasgos acabamos de trazar, acción que, para permitir la reducción del paro, exige tanto un importante esfuerzo de inversión como la mejora de los costes de producción y, en consecuencia, la moderación de la evolución salarial.

El programa, las comunicaciones anteriores de la Comisión, y especialmente el informe sobre el mandato, las conclusiones del Consejo conjunto de Ministros de Asuntos Económicos y Sociales, definen los campos y los medios de la participación comunitaria en la política de empleo. Más generalmen-

(2) Sin perjuicio de las sugerencias hechas más arriba en lo que respecta a las inversiones y a la energía y la continuación de la aproximación en ciertos campos específicos, especialmente en los impuestos sobre consumos específicos, respecto de los que la Comisión adoptará decisiones próximamante.

te, la Comisión se ha referido en diferentes ocasiones al interés de una actitud armonizada en materia de protección social y a la articulación de esquemas básicos comunes en materia de derechos de los trabajadores, de seguridad del trabajo y de mejora de las condiciones de trabajo que podrían figurar en los convenios colectivos.

Basta recordar aquí ciertas prioridades:

7.1 Ante todo, reforzar el diálogo entre las instituciones comunitarias y los interlocutores sociales.

El objeto debe ser confrontar puntos de vista, esforzarse en establecer un diagnóstico común, buscar el acuerdo sobre líneas de conducta, apreciar las modalidades y la amplitud de la aportación comunitaria a la solución de los problemas. La Comisión asumirá su responsabilidad y espera que vuelvan a darse condiciones favorables para reuniones de conferencias tripartitas.

7.2 En segundo lugar, la utilización más amplia, más concentrada y más flexible, de medios de acción comunitarios y especialmente del Fondo social, como se propuso en el informe de la Comisión realizado en ejecución del mandato de 30 de mayo de 1981, es decir:

7.2.1 • Prioridad a la creación de empleo, singularmente en las pequeñas y medianas empresas, así como mediante una mayor explotación de las posibilidades económicas locales.

• Desarrollo de la movilidad en el seno de los mercados de trabajo, cuyo funcionamiento será mejorado.

• Esfuerzo particular y política más imagitiva del mercado de empleo en las regiones en que se concentran las industrias tradicionales.

• Habida cuenta en particular de la dimensión regional de los problemas de paro, programas integrados que unan a los medios del Fondo social otros recursos comunitarios.

7.2.2 Para subrayar la prioridad que constituye el empleo de los jóvenes, la Comisión propone en este marco un objetivo común: poner en funcionamiento, desde ahora hasta la finalización del quinto programa, mecanismos y medios que permitan asegurar a todos los jóvenes al terminar la escolarización obligatoria, ya un empleo remunerado, ya el acceso a un ciclo de formación profesional, ya una combinación de ambas fórmulas, mejorando sus oportunidades de acceso a la vida activa.
El Consejo deberá adoptar explícitamente este objetivo. Al mismo tiempo deberá:

• Organizar la confrontación de experiencias nacionales a fin de deducir de éstas la definición de los mecanismos más eficaces.

• Solicitar, para una fecha fija, la presentación a la Comunidad de programas nacionales.

• Decidir en principio la puesta a disposición, a través del Fondo social europeo, de una parte de los medios financieros que los poderes públicos deberán en todo caso dedicar (desarrollo de sistemas de formación, en particular en las empresas, incentivos a la contratación de jóvenes) ya para facilitar el lanzamiento de estas operaciones, ya de un modo más permanente.

• Prever el examen sistemático, a intervalos regulares, de las decisiones adoptadas en aplicación de la resolución comunitaria así como de los resultados obtenidos.

7.2.3 En esta perspectiva, la Comisión ha propuesto la puesta en marcha de una política regional más vigorosa que permita, a un

tiempo, crear las condiciones básicas necesarias para el desarrollo del empleo (infraestructura, formación profesional...) y ayudar a la creación de empleos en las regiones más afectadas por el paro juvenil y con menores posibilidades de remediarlo por sus propios medios.

Se trata de contribuir, al mismo tiempo que a la reducción de desequilibrios entre regiones de la Comunidad, que es una prioridad permanente, a la solución del problema específico de los jóvenes.

73 La terminación de las discusiones en curso sobre ciertos aspectos de la ordenación del tiempo de trabajo constituye la tercera prioridad.

En lo que se refiere a la reducción del tiempo de trabajo, existen, entre los Estados miembros, diferencias de situación y también diferencias de criterio.

Conviene, sin embargo, continuar, a nivel comunitario, los estudios emprendidos sobre la eficacia de esta acción y sobre las condiciones (en particular, el respeto del objetivo de mejora de los costes de producción) que deben cumplirse allí donde quiera que se adopte. Igualmente, los trabajos sobre ciertas modalidades de organización (trabajo a tiempo parcial, horas extraordinarias, horarios flexibles, jubilación anticipada...) deben ser llevados a término sin demora y desembocar, si fuera necesario, en la definición de un marco comunitario.

8 En los próximos años, Europa, para no verse envuelta en un proceso de declive, debe restablecer sus equilibrios, modernizar sus estructuras e invertir la tendencia del empleo. La justificación del programa de política a medio plazo, precisado como se acaba de hacer, estriba en proporcionar el cuadro general de actuación.

Las reflexiones de la Comisión, que son el desarrollo de las ideas plasmadas en el informe realizado en ejecución del mandato de 30 de junio, sin pretender cubrir todo el campo comunitario, tratan de apoyar la estrategia del programa sobre elementos concretos. Opciones políticas y orientaciones técnicas merecen, en su criterio, un debate que conduzca a conclusiones básicas.

La Comisión espera que este debate se produzca sin demora en las instituciones comunitarias. Los datos para la opción política han sido aportados. La elección debe realizarse con claridad. Europa ha comenzado a existir ante los ojos de sus ciudadanos, pero éstos perciben mal dónde se sitúan sus ambiciones, y qué participación pueden tener en la empresa de afianzamiento comunitario, cuya necesidad sienten. La definición de un programa sólo tiene sentido si, considerada como una ocasión de clarificación política, expresa objetivos movilizadores y la clara voluntad de utilizar los medios necesarios para alcanzarlos.

Proyecto de Quinto Programa

Resumen y Conclusiones

1. Introducción

1.1 Este documento constituye el 5.° de la serie de programas comunitarios de política económica a medio plazo. Representa, tanto para las acciones comunitarias como nacionales, un cuadro de referencia basado en el análisis de los problemas económicos a los que se enfrenta la Comunidad, así como en la experiencia adquirida estos últimos años en materia de política económica. De él resulta la necesidad de un programa que permita la adaptación de las economías europeas.

1.2 En el transcurso de los últimos años ha resultado más y más evidente que las políticas económicas deben ser adaptadas para hacer frente al desafío de los años ochenta. En efecto, no ha sido posible todavía que las economías europeas resistan las presiones inflacionistas resultantes de los impactos del petróleo, que se adapten a un ritmo suficientemente rápido a la modificación de la situación internacional o que creen suficientes posibilidades de empleo. Conviene acentuar los esfuerzos en mejorar las perspectivas del empleo y del crecimiento, lo que requiere una mayor estabilidad financiera y una acentuación más firme de las políticas económicas a largo plazo que toman como eje de sus actuaciones la oferta. Este programa, que refleja las discusiones desarrolladas durante cierto tiempo sobre la política económica conveniente, no pretende una renovación completa de la aproximación a los problemas económicos pero, no obstante, parece útil presentar, en el momento actual, una estrategia coherente de política económica, lo que deberá facilitar, a la vez, la elaboración y la permanencia de medidas de política económica en los países de la Comunidad.

1.3 La situación difiere, desde múltiples perspectivas, de uno a otro de los Estados miembros. Por esta razón, las medidas concretas que se tomen para aplicar la estrategia no podrán ser idénticas. No es menos cierto que los problemas a que se enfrenta cada país ofrecen bastantes similitudes. Y lo mismo ocurre respecto de la forma en que las políticas económicas deben ser utilizadas. De aquí la importancia de que la Comunidad decida una estrategia a medio plazo y de que las políticas se inscriban en un cuadro común que permita a cada uno obtener el máximo de ventajas.

1.4 Los problemas relacionados con el paro, la inflación y el débil crecimiento se muestran extremadamente tenaces y sólo en parte se deben a causas coyunturales. Por esta razón, es necesario poner principalmente el acento en una política a medio plazo, como se expone en este programa. Esa política debe constituir el cuadro general en el que se inscribirán las medidas concretas de política económica que se tomarán cada año y con relación a los cuales serán enjuiciadas. Al mismo tiempo, será necesario revisar regularmente ciertos elementos del programa, a medida que evolucione la situación.

2. Problemas y perspectivas

2.1 Los problemas económicos actuales se han desarrollado desde finales de la década de los sesenta, cuando las tasas de inflación han comenzado a aumentar bajo la presión del encarecimiento de los costes y, en particular, de los del trabajo. Además, las alzas brutales del precio del petróleo en 1973-74 y 1979-80 han provocado choques violentos que se han traducido en nuevas presiones inflacionistas a las que se han añadido los problemas unidos a la pérdida de rentas reales engendrada por la degradación de la relación real de intercambio y el aumento del paro. Además, la inestabilidad del sistema monetario internacional, manifestada desde el principio de la década de los setenta, ha jugado un papel importante. Los países de la Comunidad, generalmente, no han estado en condiciones de realizar todas las adaptaciones estructurales indispensables y la capacidad de competencia de la Comunidad se ha debilitado en relación con la del Japón, la de los Estados Unidos y la de los nuevos países industriales.

2.2 La tendencia del crecimiento del producto interior bruto que se estableció en el 5 por 100 antes de 1973, se ha reducido al 2,5 por 100 tras la primera crisis del petróleo. Este fenómeno ha venido acompañado de un alza notable de la tasa de paro que, del 2 por 100 en 1970 y del 4,3 por 100 en 1975, ha pasado al 7,5 por 100 en marzo de 1981. Al mismo tiempo, la tasa de inflación, que evolucionaba en torno al 6 por 100 en los años sesenta, se ha elevado al 10 por 100 durante el período 1973-80. En estas condiciones, y generada por un aumento de los costes externos como consecuencia del deterioro de la relación real de intercambio y del aumento de los impuestos y de las cotizaciones sociales, se ha desarrollado la presión en favor del mantenimiento de las rentas reales, tratándose de transferir sobre otros grupos sociales las cargas propias del ajuste. El aumento de los costes salariales, la reducción de los beneficios, la reducción del crecimiento económico y el incremento de las incertidumbres en materia de perspectivas económicas se han traducido en una reducción importante del desarrollo de las inversiones. Con posterioridad a 1973, la progresión de las inversiones ha sido inferior al 1 por 100 por año, en tanto que en el transcurso de los diez años precedentes se había registrado una tasa de crecimiento anual de más del 5 por 100. Paralelamente, se ha registrado un menor crecimiento de

la productividad que sólo puede atribuirse parcialmente a factores coyunturales. De aquí que hayan sido insuficientes los progresos realizados en materia de adaptación de las estructuras industriales de producción.

2.3 El último decenio se ha caracterizado, además, por un crecimiento importante de los gastos del sector público, especialmente en materia de sanidad y de seguridad social. En tanto que en 1970 los gastos públicos representaron el 37 por 100 del producto nacional bruto, en 1980 esta cifra ha alcanzado el 47 por 100. El incremento de la financiación de los gastos públicos resultante ha contribuido al aumento de los costes de producción y a la baja de los beneficios, gravando así con una carga suplementaria la capacidad competitiva en el plano internacional. Al mismo tiempo, los déficits del sector público han experimentado una tendencia ascendente en numerosos países, y en ciertos países miembros son tan importantes que han supuesto un impedimento serio para la estabilidad financiera.

2.4 Las numerosas incertidumbres a las que los países de la Comunidad se encuentran enfrentados hacen delicada toda evaluación de perspectivas a medio plazo, en particular en un período en el que la evolución del comercio mundial y de los precios del petróleo son muy difíciles de prever. Los intentos de establecer proyecciones cuantificadas son particularmente laboriosos y la hipótesis de que las políticas económicas y los comportamientos permanezcan, en conjunto, sin cambios, es arbitraria. A causa de estas incertidumbres los resultados deben interpretarse con gran prudencia; sólo pueden identificarse las tendencias que pueden mejorar si los gobiernos y los interlocutores sociales adoptan criterios de aproximación más eficaces. Abstracción hecha de estas reservas, las proyecciones cuantificadas indican que el crecimiento no irá más allá, sin duda, de la tasa del 2 al 3 por 100 que se mantiene desde el primer choque del petróleo. El paro puede crecer en conexión con el aumento muy rápido de la población activa total en el curso de los cinco próximos años, aunque la extensión de este aumento sea difícil de apreciar. Si puede contarse con una cierta reducción de las tasas actuales de inflación y de salarios, este proceso, sin embargo, requiere cierto tiempo y, en consecuencia, la tasa de inflación podrá continuar a un nivel no deseable.

2.5 Los hechos constatan que la política seguida en la Comunidad requiere esfuerzos sostenidos para que se alcance un desarrollo económico aceptable. Mejorar la situación del empleo debe situarse en el centro de las preocupaciones. La reducción de la inflación así como el aumento de la competitividad podrán entrañar un aumento del crecimiento y del empleo.

3. Enseñanzas para la gestión de la economía

3.1 En cierto número de países, los aspectos de la oferta no han recibido suficiente importancia en relación con la gestión de la demanda. Las preocupaciones a corto plazo han tenido frecuentemente por corolario la ausencia de permanencia de la gestión macroeconómica. Además, los cambios estructurales no han recibido suficiente atención, en tanto que las intervenciones públicas en este campo han tenido, a veces, la tendencia a retrasar, antes que a incentivar, la adaptación de las estructuras económicas. En muchos aspectos se ha observado una pérdida de movilidad y de flexibilidad, incrementada por la evolución de las cargas sociales.

3.2 En la situación actual, la mayor parte de los países disponen de un margen de maniobra en su política económica muy reducido. Las elevadas tasas de inflación, los déficits importantes en materia de gastos públicos y de balanzas de pagos apenas dejan posibilidad de estimular la demanda global. Las prioridades en materia de gastos públicos deben revisarse de forma selectiva a fin de favorecer las actividades productivas. La reactivación del crecimiento económico y la creación de un mayor número de empleos deben depender esencialmente de políticas de oferta que traten de hacer crecer las inversiones, reducir los costes e incrementar la flexibilidad de la mano de obra y del capital. Sin embargo, el control de la inflación y la mejora de la estabilidad son condiciones esenciales para alcanzar los objetivos fundamentales.

4. Algunos principios

4.1 A la luz de esta experiencia, la estrategia deberá apoyarse sobre una serie de principios claros.

4.2 La permanencia de los objetivos de política económica así como una política económica dirigida con perseverancia y de forma previsible revisten una importancia particular a este respecto. Los poderes públicos deben poder estabilizar las previsiones y dar mayor confianza tanto a los inversores como al gran público.

4.3 En segundo lugar, en el cuadro de una evolución rápida, es esencial para el progreso económico la flexibilidad de los sistemas y de los comportamientos. Conviene, pues, acentuar el funcionamiento de los mecanismos del mercado dejando jugar con mayor libertad a las fuerzas que los animan, incentivando, por ejemplo, la movilidad de la mano de obra y del capital.

4.4 En tercer lugar, hay que mantener la apertura hacia el resto del mundo y remediar los déficits de la balanza de pagos aunque, durante cierto tiempo, la Comunidad deba soportar su parte de los excedentes de la OPEP. La industria comunitaria debe reaccionar ante las presiones que derivan de la evolución de la división internacional del trabajo. La vía del proteccionismo conduciría al desastre.

4.5 En cuarto lugar, el avance hacia la convergencia de los países y regiones de la Comunidad debe formar parte integrante de la estrategia. Hay que reforzar la cohesión de la Comunidad explotando el potencial que ofrece una acción coordinada y desarrollando las políticas comunitarias.

5. Las grandes líneas de la estrategia

5.1 En base a estos principios, la estrategia atiende a dos objetivos principales:

- Debe reducirse la inflación y aumentarse la estabilidad.
- Debe acelerarse la evolución estructural para conseguir un crecimiento mayor y mejorar la situación del empleo.

5.2 *Estabilidad.* — La inflación está profundamente enraizada y constituye una amenaza para nuestra prosperidad. Los mayores déficits públicos y de las balanzas de pagos corrientes representan igualmente un peligro para

la estabilidad económica y financiera. Si las medidas que se adopten por cada Estado miembro, como remedio, así como su grado de intensidad, deben estar en relación con su propia situación, es necesario que las políticas monetaria y presupuestaria, así como la moderación de las rentas, se conjuguen con carácter general para reducir la inflación, de modo que pueda producirse un crecimiento suficiente en términos reales. La política monetaria debe facilitar la atenuación de los factores inflacionistas conduciendo progresivamente la expansión de la cantidad de dinero al nivel que requiere la financiación del crecimiento económico en términos reales. Si la política económica a medio plazo se presenta de forma clara, será más fácil aceptarla en cuanto factor que debe condicionar la formación de los salarios y de los precios. Paralelamente, la política presupuestaria debe tratar de reducir los déficits públicos esforzándose en mantener a medio plazo el crecimiento de los gastos públicos a un ritmo que sea inferior al de la renta nacional. En la mayor parte de los casos, esto implica la limitación del crecimiento de las transferencias de renta. Por otra parte, es esencial la moderación de los salarios. El aumento de las rentas reales no debe sobrepasar el de la productividad, corregida por las variaciones en la relación real de intercambio; de hecho, en un cierto número de países, deberá ser incluso inferior a fin de permitir el restablecimiento de los beneficios e incentivar así las inversiones. Los mecanismos de indiciación utilizados en ciertos países han actuado con excesiva rigidez. Su reforma, así como la de otros sistemas de convenios colectivos, es necesaria para limitar la repercusión de las subidas del precio del petróleo y los aumentos de los impuestos indirectos. La moderación de los salarios debe aplicarse tanto en los sectores no competitivos de la economía como en los que están abiertos a la concurrencia.

5.3 Todas estas políticas son interdependientes. La moderación de las rentas y la reducción de los déficits reforzarán los efectos de la política monetaria en la lucha contra la inflación y permitirán intensificar el crecimiento económico.

5.4 *Crecimiento y cambio estructural.* — Paralelamente, es esencial mejorar la posición estructural y la competitividad internacional de las economías mediante la reducción de los costes y la potenciación de la inversión. Este es el medio principal para elevar el nivel de crecimiento así como para crear empleos nuevos y estables inspirando confianza en el futuro. La mayor estabilidad de los precios mejorará el clima de la inversión y de la innovación en las empresas. De todas formas, esto no será suficiente para asegurar la realización de los proyectos de inversión rentables que requiere la evolución estructural. En numerosos países hay que reencontrar las condiciones de rentabilidad, mejorar las perspectivas de ventas y las inversiones han de disponer de la necesaria libertad para reaccionar ante las fuerzas del mercado. Esto implica que el mercado pueda modificar sus precios relativos y proporcionar los incentivos necesarios a la inversión. La competencia tiene que reforzarse y han de limitarse las distorsiones a la misma. Han de precisarse claramente los límites y los objetivos de las intervenciones públicas. En el sector privado, estas intervenciones deberán estimular los equilibrios regionales, las innovaciones técnicas y la asignación de recursos de los sectores en retroceso hacia actividades más competitivas. Las ayudas públicas que frenan la adaptación de los sectores débiles habrán de ser suprimidas gradualmente. Las medidas de política económica habrán de ser transparentes y evitar cualquier falseamiento de la competencia. Además, conviene emprender las acciones necesarias para impulsar una mayor disponibilidad de capitales de riesgo. Ha de prestarse aten-

ción particular a las pequeñas y medianas empresas.

5.5 Ha de darse gran importancia a las inversiones en el campo energético. Por una parte, contribuirán a romper los obstáculos a largo plazo que pesan sobre la economía y permitirán mejorar la balanza de pagos y la situación del empleo. Por otra, las inversiones energéticas pueden jugar un papel importante en la reanimación general de la actividad económica. Los niveles actuales y previsibles de los precios de la OPEP son tales que —si el sector privado es informado claramente de que su evolución se reflejará correctamente en los precios al consumidor final— justifican un amplio movimiento inversor para economizar energía o para producirla a partir de fuentes alternativas y para adaptar la producción industrial a las técnicas y productos nuevos que consuman menos energía. Cuando las fuerzas del mercado actúen con demasiada lentitud en el estímulo de las economías de energía y en el desarrollo de fuentes energéticas distintas del petróleo, el sector público deberá proporcionar los incentivos reglamentarios o financieros. El recurso a la energía nuclear y al carbón contribuye de forma importante a reducir la limitación energética en las economías de la Comunidad.

5.6 Igualmente, la actividad del sector público debe facilitar los cambios estructurales. Los programas de gastos públicos de capital y corrientes deben ser objeto de nueva evaluación a la vista de su incidencia estructural: ciertos programas de inversión pública juegan un papel de incentivo o de complemento para la actividad del sector privado. Han de realizarse particulares esfuerzos para incrementar la eficacia de las prestaciones de la seguridad social, siempre en ayuda de los más desasistidos. Por otra parte, ha de procederse a una reforma fiscal para no discriminar los capitales de riesgo en relación con otras formas de activos financieros.

6. Mejora del empleo

6.1 La política expuesta hasta aquí, que atiende a la estabilidad y al crecimiento económico, reviste una importancia capital para el empleo. En razón al muy importante nivel de paro actual y al fuerte aumento de la oferta de mano de obra que cabe esperar en el transcurso de los próximos años, la reducción del paro requiere una creación de puestos de trabajo todavía mayor. Son necesarios niveles elevados de inversiones rentables para crear empleos nuevos y estables. Si bien la moderación de las rentas deberá contribuir, en principio, a frenar el consumo privado, permitirá salvaguardar el empleo existente y restablecer los beneficios y las inversiones y, finalmente, el crecimiento.

6.2 Si el crecimiento de las inversiones y la reducción de los costes salariales constituyen los dos principales pilares de la política de empleo, son igualmente necesarias medidas específicas para mejorar la adecuación de la oferta y la demanda en el mercado de trabajo. Es igualmente importante que la formación profesional se utilice de modo más eficaz.

Ha de prestarse atención particular a la situación de las regiones estructuralmente más débiles y a la formación de los jóvenes.

6.3 Es esencial una mayor movilidad y flexibilidad así como cualificaciones mejor adaptadas. Se impone una gran flexibilidad en materia de estructuras de salarios para tener

en cuenta las diferentes ventajas e inconvenientes que pueden ofrecer los empleos, comprendida la seguridad relativa del puesto de trabajo. Ha de tenerse cuidado para evitar una situación en la que los incentivos financieros que se derivan de mejores cualificaciones, de los esfuerzos suplementarios o de la movilidad se reduzcan por la incidencia global de los impuestos, de las cotizaciones sociales y de las prestaciones unidas a los salarios.

6.4 Si actualmente no pueden preverse nuevas mejoras en materia de seguridad social —pues los gastos en este sector deben limitarse— es importante estar abiertos a la puesta en funcionamiento de medidas temporales para atenuar el paro en los próximos años, a fin de evitar dificultades excesivas a quienes se vean directamente afectados.

6.5 En los años venideros, la ordenación del tiempo de trabajo va a constituir un importante tema de discusión. Si los nuevos tiempos de trabajo deben, en la medida de lo posible, corresponderse con las preferencias de los trabajadores afectados, su modificación no debe suponer un aumento de los costes del trabajo y del capital so pena de comprometer la competitividad de la industria y, por ende, de la situación del empleo. Igualmente, las medidas de esta naturaleza deben ser reversibles, ya que el rápido crecimiento actualmente previsto de la población activa habrá de reducirse después. De estas consideraciones se deduce que la ordenación del tiempo de trabajo no puede fijarse con detalle ni a escala nacional ni de la Comunidad.

7. Dimensión comunitaria

7.1 Las políticas comunitarias deben, igualmente, sostener la aplicación de la estrategia y contribuir a reforzar la cohesión de la Comunidad. A este fin, es importante explotar plenamente el potencial del mercado único comunitario. Conviene, así, desarrollar los cambios intracomunitarios a fin de obtener la mejor base posible para el desarrollo de las inversiones productivas y de la innovación, limitando los obstáculos que las entorpecen, especialmente en el campo de las normas técnicas. La aplicación de las reglas del tratado se debe realizar en concordancia con los fines de la estrategia y asegurando que las ayudas que falsean la competencia y frenan los ajustes estructurales se supriman progresivamente. La coordinación de las políticas nacionales al nivel de la Comunidad y las diversas políticas comunitarias deberán contribuir a la adaptación estructural y permitir la reducción de las divergencias entre las economías de los Estados miembros.

7.2 La evolución equilibrada de los procesos de ajuste, tanto internos como externos, reviste una gran importancia para el desarrollo futuro de la Comunidad. A este respecto, la coordinación de las políticas monetarias y el SME deben jugar un papel importante.

7.3 A nivel mundial, la Comunidad debe mantener su actitud no proteccionista y desempeñar un papel activo en las discusiones internacionales de problemas comerciales y financieros y de las relaciones con los países en vías de desarrollo.

8. Impacto y puesta en funcionamiento de la estrategia

8.1 La forma en que se aborda la política económica en el quinto programa abre la perspectiva de una vuelta a la estabilidad, la reactivación del crecimiento y la mejora del empleo en un momento en que el entorno actual y las perspectivas de futuro son descorazonadoras. No es posible decir en qué proporciones podría conseguirse una mejora si la estrategia global se aplicara de modo total. Tales estimaciones comportan demasiadas incertidumbres. Sin embargo, esta aproximación constituye el medio esencial a través del cual la Comunidad podrá restablecer la base de un crecimiento seguro y estable.

8.2 Para que la estrategia del programa tome forma, habrán de implantarse medidas concretas año tras año. Es importante examinar regularmente los progresos realizados en materia de aplicación de la estrategia para poder proceder a las necesarias adaptaciones de la política económica. Esto se podrá hacer con ocasión de los balances anuales. Además, será útil apreciar la eficacia de las políticas seguidas en ciertos campos esenciales, especialmente en el mercado de trabajo.

8.3 La estrategia sólo empezará a producir verdaderamente resultados tangibles al cabo de varios años. En cierto número de países miembros, la posición estructural se ha degradado de tal forma que su restablecimiento requerirá un período largo de tiempo. Será necesario, sin ninguna duda, dar pruebas de una gran perseverancia política para devolver todo su vigor a ciertas economías debilitadas.

8.4 Para poner en funcionamiento la estrategia, es indispensable que se reconozca de manera general la necesidad de realizar los ajustes precisos como medio esencial para restablecer la competitividad, promover el crecimiento y crear empleos estables. A este respecto, los interlocutores sociales tienen un importante papel que desempeñar.

8.5 En el curso del último decenio, la Comunidad ha perdido, en el plano internacional, un terreno que seguramente podrá reconquistar en los próximos años. La Comunidad dispone de un potencial económico cierto. Si las políticas que se inscriben en el cuadro de la estrategia se aplican de modo claro y firme por todos los gobiernos y los interlocutores sociales, la Comunidad podrá volver la espalda a la actual evolución que, en conjunto, no se manifiesta satisfactoria, y sentar las bases de su prosperidad futura.

COLABORADORES EN ESTE NUMERO

ALVAREZ CANAL, Pilar. Nació en Gijón en 1947. Es Licenciada en Ciencias Económicas. Pertenece al Cuerpo de Diplomados Comerciales del Estado y presta servicios actualmente en la Dirección General de Política Financiera, del Ministerio de Economía y Comercio.

CARRION HERRERO, Pedro. Nació en Madrid en 1937. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Es Inspector Directivo de la Inspección Financiera del Estado. Actualmente desempeña el cargo de Subdirector General de Financiación Interior y Mercado de Capitales en el Ministerio de Economía y Comercio.

CONCHA LOPEZ-ISLA, Manuel de la. Nació en Madrid en el año 1934. Licenciado en Ciencias Económicas. Ha sido Técnico Contable del INI y Corredor Colegiado de Comercio. Es Agente de Cambio y Bolsa desde 1968. Fue elegido Delegado de Contratación de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid en enero de 1972. Ocupó el cargo de Vicepresidente desde enero de 1976 hasta enero de 1980. Desde enero de 1981 es Síndico Presidente de la Bolsa de Madrid.

DOMINGUEZ SORS, Pedro. Nació en Barcelona en 1944. Es Ingeniero Industrial y Licenciado en Ciencias Económicas. Como miembro del Cuerpo de Ingenieros Industriales de Hacienda —posteriormente integrado en el de Inspectores Financieros y Tributarios— ocupó, tras diversos destinos, la Dirección Técnica del Centro de Proceso de Datos del Ministerio de Hacienda. Por oposición adquiere el cargo de Agente de Cambio y Bolsa en la plaza de Bilbao en 1975, y en la de Barcelona en 1977. En la actualidad dirige la Bolsa de Barcelona como Síndico Presidente de la misma.

DURAN HERRERA, Juan José. Nació en Almería en 1946. Profesor Mercantil y Doctor en Ciencias Económicas. Master of Business Administration por la Universidad de Indiana. En la actualidad es Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Autónoma de Madrid y Jefe del Servicio de Estudios del Banco Hipotecario de España.

EIROA VILLARNOVO, Francisco Javier. Es licenciado en Ciencias Económicas. Intendente de Hacienda en las Delegaciones de Palencia, Valladolid, León y Madrid. Inspector Financiero y Tributario. Ha sido Subdirector General de la Reforma Fiscal en la Dirección General de Tributos del Ministerio de Hacienda e Inspector Nacional. En la actualidad desempeña el cargo de Subdirector General del Impuesto sobre Sociedades en la citada Dirección General.

FERNANDEZ ALVAREZ-CASTELLANOS, José. Nació en Murcia en 1936. Licenciado en Derecho. Inspector Financiero y Tributario (excedente). Agente de Cambio y Bolsa de Bilbao (excedente). Actualmente es Agente de Cambio y Bolsa de Madrid.

FERNANDEZ RAÑADA Y DE LA GANDARA, Pedro A. Nació en Solares (Santander). Licenciado en Derecho por la Universidad de Madrid. Es Inspector Tributario del Estado. Ha prestado servicios en la inspección tributaria del Ministerio de Hacienda y en la financiera del Ministerio de Economía, ocupando en la actualidad el cargo de Secretario General de la Dirección General de Política Financiera del Ministerio de Economía y Comercio.

GARCIA FERNANDEZ, Julio. Nació en Barcelona en 1948. Licenciado en Ciencias Económicas. Economista del Estado. Ha sido Subdirector de Estudios del INI, Subdirector de las Sociedades de Desarrollo Industrial en el INI, Consejero de SODIAN, SODICAN y SODIGA. En la actualidad es Subdirector de ENDESA.

GONZALEZ GRIMALDO, Mariano Carmelo. Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Técnico de la Administración Civil del Estado. Ha ocupado diversos cargos en los Ministerios de Industria y Energía, Presidencia del Gobierno y Economía y Comercio, siendo actualmente Jefe del Gabinete Técnico del Subsecretario de Economía.

LAMARLERE VERSET, Henri. Nació en 1925 en Arthez de Béarn (Francia). Desde 1949 a 1956 desempeñó varios puestos en el BNCI en Burdeos, Pau y París. Entre 1956 y 1964 fue Apoderado, luego Subdirector y finalmente Director General Adjunto de BNCI en México. Entre 1965 y 1978 fue sucesivamente Representante en Madrid, Delegado General para España y Director General para España de la BNP (Banque Nationale de París). Actualmente es Delegado General para España de la BNP, Vicepresidente y Consejero-Delegado de la Banca López Quesada, Consejero de Consejo de España, Sociedad Anónima. Desempeña asimismo el cargo de Presidente de la Sección España de los Consejeros del Comercio Exterior de Francia.

MANZANARES LOPEZ, Rafael. Nació en Córdoba en 1933. Licenciado en Derecho y en Ciencias Económicas. Técnico Comercial del Estado. Ha sido Consejero Comercial Jefe de la Oficina Comercial de España en Sydney, Subdirector General de Política Comercial con la CEE del Ministerio de Comercio y Subdirector General de Fomento

de la Exportación del Ministerio de Economía y Comercio. En la actualidad presta sus servicios en el Banco de España.

ORTEGA, Raimundo. Después de permanecer un año en Francia estudiando Técnicas de Previsión Financiera, ingresó en el Banco de España como Economista-Titulado del Servicio de Estudios en 1967. Sus primeros cometidos se centraron en el campo de las estadísticas financieras y cuadro de flujos. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachussetts, especializándose en econometría y teoría monetaria. A su vuelta trabajó en las Secciones de Investigación y Coyuntura del Servicio de Estudios del Banco de España, pasando en 1977 a la Oficina de Operaciones, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores.

PEREIRA RODRIGUEZ, Jorge Juan. Nació en La Coruña en el año 1945. Profesor Mercantil y Licenciado en Ciencias Económicas. En 1971 ingresó por oposición, con el número uno, en el Cuerpo de Inspectores Financieros y Tributarios, del que hoy se encuentra excedente. Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED. En la actualidad es Jefe del Servicio de Estudios Financieros del Departamento de Estudios, Asesoramiento y Programación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y es miembro de la Comisión para la Evaluación de Fraude Fiscal por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

POVEDA ANADON, Raimundo. Es Doctor en Derecho y Licenciado en Ciencias Económicas. Ha sido profesor de Economía Política en las Facultades de Derecho de Valencia y Madrid. Su actividad profesional se ha desarrollado en los Servicios de Estudios del Banco de España y de la Dirección General de Política Financiera. En la actualidad es Director de la Oficina de Control Estadístico del Banco de España.

QUINTAS BERMUDEZ, Jesús. Nació en Bilbao en 1951. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Bilbao. Funcionario de carrera del Cuerpo de Inspectores Financieros y Tributarios del Estado desde julio de 1980. Durante doce años ha desempeñado cargos de responsabilidad en entidades bancarias, con especial dedicación a las áreas financiera y de comercio exterior. Actualmente es Jefe de la Sección del Impuesto sobre Sociedades y Régimen de Empresas, en la Dirección General de Tributos del Ministerio de Hacienda.

RAMOS GASCON, Francisco Javier. Nació en Madrid en 1936. Es Licenciado en Derecho, en Ciencias Económicas e Intendente Mercantil. Agente de Cambio y Bolsa de Madrid desde 1973, pertenece también, en situación de excedencia, al Cuerpo de Inspectores Financieros y Tributarios, procedente del de Intendentes al servicio de la Hacienda en el que ingresó en 1957. En la actualidad es Vicepresidente de la Bolsa de Madrid y ha desempeñado diversos cargos en la Administración pública, entre ellos los de Director General de Política Financiera y Vicesecretario General Técnico del Ministerio de Hacienda. Es Académico correspondiente de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.

SANCHEZ MUÑOZ, M.ª Paloma. Nació en Madrid en 1948. Es Técnica de Empresas Turísticas y Licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. En 1977 ingresó en el Cuerpo Especial de Técnicos Comerciales del Estado, ocupando en la actualidad el cargo de Jefa del Servicio de Transacciones Invisibles de la Dirección General de Transacciones Exteriores. Es, asimismo, Profesora de Estructura Económica de la Universidad Autónoma de Madrid.

SANTILLANA DEL BARRIO, Antonio. Nació en Bilbao en 1940. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona. Catedrático de Teoría Económica de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Málaga (1970-71) y de la Universidad Autónoma de Madrid desde 1973. Ha sido Jefe del Servicio de Estudios del Instituto de Crédito Oficial (1971-1977), y Secretario General Técnico del Ministerio de Hacienda (1977-78). Desde 1979 es Presidente del Banco Hipotecario de España.

VALLE SANCHEZ, Victorio. Es Catedrático de Hacienda Pública. Su actividad profesional en el campo de la investigación económica se ha desarrollado tanto en la Universidad como en centros oficiales (Instituto de Estudios Fiscales) y privados (antiguo Estudios y Programación de CECA). Hoy desempeña el cargo de Director General de Política Financiera en el Ministerio de Economía.

VARELA PARACHE, Fernando. Es Licenciado en Ciencias Económicas y Técnico Comercial del Estado. Ha sido Subdirector General de Inversiones Exteriores y Profesor Auxiliar de Organización Económica Internacional de la Universidad Complutense. En la actualidad es Subdirector General de Financiación Exterior en el Ministerio de Economía y Comercio y Vicepresidente del Banco de Crédito Industrial.

VARGAS BAHAMONDE, Fernando. Nació en Concepción (Chile) en 1952. Es B. S. en Económicas por la Universidad de Minnesota (Estados Unidos) y Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Actualmente es Profesor del Departamento de Teoría Económica de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense de Madrid y Titulado del Servicio de Estudios del Banco de España.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALBACETE
ALBACETE

CAJA DE AHORROS DE ALICANTE Y MURCIA
ALICANTE

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ALICANTE
ALICANTE

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE ALMERIA
ALMERIA

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE ANTEQUERA
ANTEQUERA (MALAGA)

CAJA GENERAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE AVILA
AVILA

CAJA CENTRAL DE AHORROS Y PRESTAMOS DE AVILA
AVILA

MONTE DE PIEDAD
Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ
BADAJOZ

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE BARCELONA
BARCELONA

CAJA DE PENSIONES PARA LA VEJEZ Y DE AHORROS DE CATALUÑA Y BALEARES
BARCELONA

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA
BARCELONA

CAJA DE AHORROS VIZCAINA
BILBAO

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BILBAO
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 CACERES
CACERES

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CADIZ
CADIZ

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET
CARLET (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS Y MONTE
DE PIEDAD DE CASTELLON
CASTELLON

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CEUTA
CEUTA

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 PROVINCIAL DE AHORROS DE CUENCA
CUENCA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA
GIRONA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE GRANADA
GRANADA

CAJA GENERAL DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA
GRANADA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUADALAJARA
GUADALAJARA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE HUELVA
HUELVA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN
JAEN

CAJA DE AHORROS DE JEREZ DE LA FRONTERA
JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LEON
LEON

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE LA RIOJA
LOGROÑO

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE LUGO
LUGO

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID
MADRID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE MALAGA
MALAGA

CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU
MANLLEU (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS DE MANRESA
MANRESA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS LAYETANA
MATARO (BARCELONA)

CAJA PROVINCIAL 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 PRESTAMOS DE PALENCIA
PALENCIA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE PALENCIA
PALENCIA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE BALEARES
PALMA DE MALLORCA

CAJA INSULAR DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GRAN CANARIA
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 PLASENCIA
PLASENCIA (CACERES)

CAJA DE AHORROS DE POLLENSA
POLLENSA (BALEARES)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA
PONTEVEDRA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA
RONDA (MALAGA)

CAJA DE AHORROS DE SABADELL
SABADELL (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS Y SOCORROS DE SAGUNTO
SAGUNTO (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA
SALAMANCA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE SAN SEBASTIAN
SAN SEBASTIAN (GUIPUZCOA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GUIPUZCOA
SAN SEBASTIAN

CAJA DE AHORROS INSULAR DE LA PALMA
SANTA CRUZ DE LA PALMA

CAJA GENERAL DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SANTA CRUZ DE TENERIFE
SANTA CRUZ DE TENERIFE

CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA
SANTANDER

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE SANTIAGO DE COMPOSTELA
SANTIAGO DE COMPOSTELA (LA CORUÑA)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGORBE
SEGORBE (CASTELLON)

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA
SEGOVIA

MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE SEVILLA
SEVILLA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL SAN FERNANDO DE SEVILLA
SEVILLA

CAJA GENERAL DE AHORROS Y PRESTAMOS DE LA PROVINCIA DE SORIA
SORIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA
TARRAGONA

CAJA DE AHORROS DE TERRASSA
TERRASSA (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TOLEDO
TOLEDO

CAJA DE AHORROS DE TORRENT
TORRENT (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS DE VALENCIA
VALENCIA

CAJA DE AHORROS POPULAR DE VALLADOLID
VALLADOLID

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE VALLADOLID
VALLADOLID

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE VIGO
VIGO (PONTEVEDRA)

CAJA DE AHORROS DEL PENEDES
VILAFRANCA DEL PENEDES (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS
Y MONTE DE PIEDAD DE LA CIUDAD DE VITORIA
VITORIA

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE ALAVA
VITORIA

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ZAMORA
ZAMORA

CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA
ZARAGOZA

CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA
ZARAGOZA

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

NUM. 8. PARO Y POLITICAS DE EMPLEO

LOS DATOS REALES DEL PROBLEMA DEL PARO Y EL EMPLEO

«La población española y el trabajo», *Julio Alcaide Inchausti.*

«Los trabajadores en paro», *Fundación FIES.*

«Los españoles y el paro», *J. García López* y *F. Alvira Martín.*

«La medición del paro y la Encuesta de Población Activa», *Carmen de Miguel.*

«El paro registrado. Un análisis crítico», *J. I. Pérez Infante.*

ANALISIS DEL DESEMPLEO Y POLITICAS FRENTE AL PARO:

«Desempleo y factores reales», *Luis A. Rojo Duque.*

«Precios relativos y demanda de los factores de producción: una breve nota», *José Pérez.*

«Crecimiento de la producción y nivel de empleo en la economía española», *J. Raymond* y *Julio Alcaide.*

«Empleo y financiación de la Seguridad Social», *A. García de Blas.*

«La prestación por desempleo: coste y financiación», *José Barea.*

«Paro y estructura ocupacional de la población activa», *I. Santillana del Barrio.*

«El retroceso de la población agraria. Un proceso pendiente», *J. M.ª Pérez Blanco.*

«Contratación laboral y generación de empleo», *R. Morales-Arce.*

«Algunas cifras sobre la creación de empleo por parte del Sector Público», *J. F. Martín Seco.*

«Creación de empleo en el Sector Público», *J. Almunia.*

«Reducción de jornada y empleo», *J. M. Zufiaur.*

«Posibles efectos de una reducción de la jornada laboral sobre el empleo», *S. García-Atance.*

«La política de jubilaciones anticipadas», *J. R. Lorente.*

«Programas de fomento del empleo en España», *J. Barroso.*

«Movilidad laboral y Servicios públicos de Empleo en España», *F. Sáez Fernández.*

«Educación y empleo: algunas reflexiones sobre la llamada Formación Profesional», *J. Díaz Malledo.*

«Universidad y empleo», *V. Pérez Díaz.*

OPINIONES DE LA POBLACION ESPAÑOLA SOBRE LAS POLITICAS DE EMPLEO:

«Actitudes de la población española ante el empleo y el paro», *Fundación FIES.*

«Opiniones sobre el ANE», *Juan A. García Díez, Jesús Sancho Rof, José María Zufiaur, Nicolás Sartorius, Arturo Gil.*

PROBLEMAS ECONOMICOS DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS:

«La economía murciana», *Juan de Dios García, Emiliano Sanz Cañada* y *Roque Caggiano Quagliano.*

«Los problemas de Murcia y sus soluciones: una encuesta», *J. García López.*

COLABORACION ESPECIAL:

«El economista Gardner Ackley», *Manuel Sigüenza.*

«El problema del inflaparo», *Gardner Ackley.*


Joaquin Perez y Lopez