

LIQUIDEZ E INFLACIÓN EN EL PROCESO
MICROECONÓMICO DE INVERSIÓN

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS
ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

LIQUIDEZ E INFLACIÓN EN EL PROCESO MICROECONÓMICO DE INVERSIÓN

DISCURSO LEÍDO POR EL ACADÉMICO DE NÚMERO, ELECTO

ILMO. SR. DR. JAIME GIL ALUJA

en el acto de su recepción, en 29 de abril de 1976 y

DISCURSO DE CONTESTACIÓN POR EL ACADÉMICO DE NÚMERO

EXCMO. SR. DR. MARIO PIFARRÉ RIERA

BARCELONA

1976

La Academia no se hace responsable de las opiniones expuestas en sus propias publicaciones.

(Art. 39 del Reglamento)

DEPÓSITO LEGAL, B. 19.334 - 1976

Imprenta Clarasó, S. A.; Villarroel, 15-17 - Barcelona-11

EXCELENTÍSIMO SEÑOR PRESIDENTE:
EXCELENTÍSIMOS E ILUSTRÍSIMOS SEÑORES:
ILUSTRÍSIMOS SEÑORES ACADÉMICOS:
SEÑORAS Y SEÑORES:

Constituye un motivo de íntima satisfacción este acto de recepción a la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, por cuanto puede constituir una culminación para una importante etapa de la actividad científica de un economista.

La ya extraordinaria trayectoria seguida hasta ahora por esta Real Corporación, así como las brillantes perspectivas futuras que la realidad actual hace prever, empequeñece el acervo individual del académico recipiendario, que llama a la puerta, con más entusiasmo que méritos, con deseos de trabajo, pero consciente de sus limitaciones.

Deseo en estas primeras palabras, expresar mi agradecimiento a los ilustrísimos miembros por el honor que me han dispensado al permitir mi ingreso, por desear que, a partir de ahora, sea su compañero.

En este acto inicial, debe procederse a la lectura de mi discurso de ingreso. A través de las palabras que van a seguir, he intentado reunir por una parte la actual situación financiera a través del proceso inversionista y, de otra, apuntar algunos elementos técnicos que permitan fijar una política microeconómica cuando en un sistema económico coinciden inflación e iliquidez.

La formalización de la realidad inversionista de la Empresa

Los medios financieros de que dispone la empresa en un determinado período de tiempo tienen por objeto atender unas necesidades de te-

sería provocadas de alguna manera por el proceso de producción, entendiéndose éste en un sentido muy amplio.

Al ser considerado por parte de la Economía de la Empresa el fin a que van destinados los recursos financieros, se acostumbra a establecer una separación de los mismos tomando como base la teoría de la periodicación contable. De ahí que nazca, por aplicación de los recursos no consumidos en un mismo ejercicio, el concepto de inversión.

Se puede decir, pues, que la materialización de los recursos en un “objeto de la inversión”, queda plasmada en determinadas masas patrimoniales que constituyen la Estructura Económica Fija de la Empresa.

Al centrar la atención en el problema inversionista de la Empresa se puede observar que los efectos monetarios que provoca, dan lugar a la existencia de magnitudes localizadas en momentos distintos. El tiempo, en este caso, aparece como un elemento pasivo en el planteamiento de la situación, sin que intervenga como parte activa y fundamental en los valores que toman las variables principales del estudio que formaliza el proceso. El tiempo constituye, en esta primera aproximación, una base sobre la que tienen lugar los acontecimientos.

Al considerar la magnitud temporal en este sentido, no es de extrañar que para el estudio del proceso inversionista, desde el punto de vista económico, se haya recurrido a un concepto que la Matemática Financiera utiliza con frecuencia. Nos referimos al llamado “capital financiero”. La ventaja de su utilización viene dada en cuanto, por sí mismo, comprende dos elementos: masa monetaria e instante de tiempo en que se localiza, sea porque se reciba o porque se entregue.

Los modelos elaborados con esta base parten de la existencia de un sistema económico estacionario, lo que les lleva a considerar explícita o implícitamente las hipótesis que se recogen en la obra de ABRAHAM y THOMAS (1).

- 1.º Función de demanda independiente del tiempo.
- 2.º Función de producción independiente del tiempo, lo que excluye el progreso técnico.
- 3.º Precios constantes de los factores de producción. Esta hipótesis

(1) ABRAHAM, Claude y THOMAS, André: *Microéconomie, décisions optimales dans l'entreprise et dans la nation*, Dunod, Paris, 1966, pág. 272.

junto con la precedente implica una función de pagos totales que permanecen invariables en los períodos futuros.

4.º Inexistencia de limitaciones a la financiación: la empresa puede conseguir cualquier cantidad de dinero al tipo de interés de mercado, que se toma como calculatorio.

Pasando del campo formal al de la realidad, se constata que el empresario ante el planteamiento de este problema se ve en la necesidad de realizar un estudio que le permita colocar en las mejores condiciones posibles sus recursos financieros. Ahora bien, el número de elementos que intervienen en la determinación de la inversión óptima es elevado. De ahí la necesidad de realizar una selección para obtener cuáles son los que deben ser incluidos en el esquema formal. En opinión de ABRAHAM y THOMAS, con objeto de obtener un método pragmático de formalización, se pueden seguir las siguientes fases:

1.ª Establecer una hipótesis sobre la estructura del programa.

2.ª Analizar cada proyecto, figure o no en el programa, determinando primero sus modalidades óptimas y luego su rentabilidad.

3.ª Modificar, de acuerdo con esto, el programa inicial (1).

La Economía de la Empresa, con objeto de ayudar al imprescindible genio e intuición del empresario, establece, pues, ciertas conexiones en su esquema formal que se pretende sean una representación lo más exacta posible del proceso real de inversión de la Empresa.

Sin embargo, no todas las magnitudes ni las relaciones que entre ellas se establecen, constituyen una captación perfecta de los elementos que intervienen en la realidad y las relaciones que entre ellas existen, sino que, en la mayor parte de los casos, los modelos no son otra cosa que un esquema o simplificación de la realidad. Aquí aparece la primera observación sobre la ayuda real que la Economía de la Empresa puede prestar, a pesar de que los resultados obtenidos no sean, ni pretendan ser, exactos. El conocimiento por parte del empresario de las técnicas de selección de inversiones, limitará, por lo menos, su campo decisonal, y por lo tanto su posibilidad de error, colaborando con el genio empresarial, en su elección entre diversas posibilidades de invertir.

(1) ABRAHAM, C. y THOMAS, A.: *Microéconomie, décisions optimales dans l'entreprise et dans la nation*, Dunod, Paris, 1966, pág. 278.

En definitiva, pues, la importancia de la consideración de los modelos microeconómicos de inversión viene subrayada por cuanto representan un elemento constructivo formal de la realidad. Es decir, se trata de una elaboración, o mejor dicho, una reconstrucción “ex ante” de la realidad mediante el proceso de modelización. Con ellos, se pretenden dar un esquema a seguir con objeto de obtener un rendimiento óptimo de los medios de pago colocados, lo que comporta un estudio de todas y cada una de las diversas posibilidades. El problema que se plantea es, pues, fundamentalmente un *problema de elección*.

La elección puede centrarse, en la hipótesis más simple, entre la alternativa de adquirir un elemento para el inmovilizado o dejar de hacerlo. Sin embargo, en una situación como la actual, caracterizada por la multiplicidad de empresas dedicadas a la construcción de objetos de la inversión que están lanzando al mercado diversidad de tipos y marcas no es arriesgado suponer como más frecuente la existencia de una diversidad de ellos, sobre los que puede recaer la decisión de invertir.

La formalización del proceso inversionista pretende señalar qué objeto concreto reunirá una serie de condiciones, que se deben determinar, para que resulte más conveniente que los demás desde el punto de vista económico.

Para llegar a una solución a esta cuestión es necesario considerar toda una serie de elementos que, de una manera directa o indirectamente, afectan a las corrientes monetarias derivadas de la decisión de invertir, los cuales, una vez sistematizados, constituirán la base de todo estudio relativo al ámbito de las inversiones de la Empresa.

La liquidez bancaria en la actual coyuntura económica

El campo financiero con el que la empresa se enfrenta, en los momentos actuales, se presenta con sustanciales cambios, en relación con períodos anteriores, como consecuencia de las medidas adoptadas por los responsables de la política económica de los gobiernos, que intentan hacer frente a las convulsiones a que se ven sometidos los Sistemas Económicos occidentales.

En el caso concreto de España la génesis de la situación actual hay

que buscarla en los acontecimientos del invierno 1973-74. Desde el punto de vista financiero, aparece, con especial relieve un elemento central sobre el que giran las medidas que paulatinamente se han venido adoptando durante 1974; la declaración del entonces Ministro de Hacienda, en el sentido de limitar el crecimiento del crédito bancario a un 24 % para 1974, frente al del año anterior, con un porcentaje superior al 30 %. Parece que con ello se pretendió limitar, por lo menos parcialmente, la amplitud del proceso inflacionista.

En perfecto acuerdo con esta decisión, se observan desde diciembre de 1973 y a lo largo del año siguiente, unas acciones que martilleaban insistentemente uno de los muchos elementos de que se dispone para mover una política financiera: el coeficiente de caja de la Banca Comercial.

En efecto, desde su instauración, en diciembre de 1970, el coeficiente, fijado en el 7,5 % no había sido movido hasta finales del año 1973 en que el exceso de demanda de efectivo llevó a la necesidad de una disminución temporal del 0,75 %. Sin embargo, los problemas de liquidez para las empresas fueron aumentando a medida que el gobierno intentaba conducir el crédito entre los límites que había fijado.

Para aliviar la situación financiera existente, y como medida complementaria, la Administración consideró oportuno, en momentos particularmente difíciles, ampliar las líneas ordinarias de redescuento, aproximadamente en 10.000 millones de pesetas, el 28 de enero y el 15 de febrero de 1974, volviendo poco después a su acción restrictiva, elevando el citado coeficiente desde el 7,5 % hasta el 8 % por acuerdo del Consejo del Banco de España de 20 de abril de 1974.

Este 0,50 %, que representó unos 10.000 millones de pesetas, fue momentáneamente compensado por una nueva ampliación de las líneas ordinarias de redescuento, el 14 y 28 de abril de 1974, en una cifra aproximadamente igual, es decir, en unos 10.000 millones de pesetas.

A pesar de ello, se produjeron indudables desajustes entre las necesidades y las disponibilidades en las líneas de descuento comercial y créditos de las empresas en los bancos, ya que, si bien se pudo apreciar un crecimiento superior al previsto por la autoridad monetaria (en el primer cuatrimestre 6,87 % frente al 6,50 % en igual período de

1973), en la cifra total de concesiones, la empresa con independencia financiera de los grupos bancarios vio sus fuentes de financiación ajenas unas veces disminuidas, y otras bloqueadas.

Ahora bien, este porcentaje de aumento del crédito que quedó reducido al 26 % al final del año no ofrece una total validez comparativa, en relación con la cifra destinada a las empresas en el anterior ejercicio, ya que, a lo largo de 1974, se produjeron modificaciones que afectaron tanto al poder adquisitivo de los créditos como al destino de la liquidez bancaria. En efecto, la importante inflación que el Sistema Económico tuvo que soportar redujo, automáticamente en su cuantía, una parte importante del aumento crediticio. Además, tuvo lugar un creciente interés por parte de los bancos españoles, en operaciones relacionadas con el exterior, con el consiguiente trasvase de medios líquidos bien hacia créditos a no residentes, bien hacia créditos en moneda extranjera a empresas españolas por operaciones exteriores.

No hay que olvidar, además, el aumento del 7 % al 9 % del concepto "Efectos y créditos especiales" dentro del nuevo cálculo del coeficiente legal de inversión que representó un aumento del crédito por parte de la Banca Privada hacia destinos que antes eran cubiertos por la Banca Oficial.

Con la llegada del verano se intensificaron las tensiones financieras que deberían llegar a su punto álgido en los meses de julio y septiembre. De nuevo se produce a lo largo de junio de 1974 una ampliación de las líneas de redescuento a los Bancos por un total de 24.000 millones de pesetas. Casi simultáneamente y con objeto de evitar situaciones que para no pocas empresas llegaron a ser dramáticas, el Banco de España acordó reducir el coeficiente de Caja en un 0,25 % a partir del 1 de julio de 1974 quedando por tanto, en un 7,75 %. Todo ello debía, en un principio, permitir hacer frente a la retirada de fondos líquidos, propia del inicio de la época estival y a la paga extraordinaria correspondiente al mes de julio.

Para completar este panorama de la situación financiera del primer semestre de 1974, es conveniente señalar determinados aspectos que acentúan la disminución de los medios de pago puestos a disposición del empresario. En efecto, la falta de liquidez en el sistema financiero español se intensificó con la emisión de Bonos del Tesoro, que finalizó

el 14 de mayo de 1974, y que representó la retirada del grupo de Cajas de Ahorro, por la suscripción de los mismos, de un total de 3.000 millones de pesetas.

Por otra parte, y además de los efectos provocados por la intervención de la Administración, la situación financiera se vio agravada, para las empresas, por cuanto el numerador del cociente que define el coeficiente de caja disminuyó, en los últimos períodos, por varias razones.

Una de ellas hace referencia a la competencia que ha existido para la captación de dinero privado, con la creación y desarrollo de Sociedades de Inversión, mobiliaria e inmobiliaria y con otros objetivos, siempre con la perspectiva de una rentabilidad mejor, que los bajos tipos que ofrecían las Instituciones de Crédito. Este efecto, de indudable alcance para las empresas, no ha repercutido en los Fondos con la intensidad deseada ya que esta traslación se ha visto frenada por una tendencia en sentido contrario como consecuencia de que la falta de liquidez en las unidades de consumo y empresas, ha inducido a éstas a buscar dinero con la retirada de efectivo de los Fondos Mobiliarios en donde, en muchos casos, lo tenían depositado.

En efecto, durante el año de 1974 los activos de estas Sociedades disminuyeron hasta los 33.362 millones de pesetas, debido en una parte importante a los reembolsos, y el resto a la baja de cotizaciones, en donde el índice general ponderado afectó a los Fondos en un 6 % de media aproximadamente. Hay que tener en cuenta que sólo en los meses de septiembre y octubre, las disminuciones ascendieron a 3.139 y 2.502 millones respectivamente, cifras que provocaron el primer descenso en la vida de este tipo de sociedades.

Otra de las causas, aunque quizá no de las más importantes, pero que se añade a la reducción de la liquidez, parte del retraimiento que se ha producido en el envío de remesas correspondientes a trabajadores españoles en el extranjero.

A lo que hay que añadir la reducción de las entradas de turismo exterior en relación con el año anterior, y lo que es más importante, la incidencia que esta disminución tiene en los gastos realizados en España. La disminución producida en 1974, con respecto al año 1973, puede ser un índice a considerar para el futuro.

Las consecuencias que se deducían de aquella debilidad financiera

de las empresas ya se dejaron sentir, y sus efectos aún se prolongan, dando lugar a un aumento en la proporción de: intentos en la renovación de créditos y letras a corto y medio plazo, recurso a créditos con tipo de interés elevado, ascenso vertiginoso en la ya elevada cifra de protestos y el consiguiente aumento en el número y cifra de las suspensiones de pagos. A este respecto, y a título indicativo, se puede señalar que, en el año 1974 se protestaron en España alrededor de 3.500.000 letras de cambio por un valor aproximado de 300.000 millones de pesetas según el Instituto Nacional de Estadística, y en el mismo período suspendieron pagos 308 empresas, lo que triplicó, prácticamente, las cifras para el mismo período en el último quinquenio.

Todo ello apareció como consecuencia inexorable de la iliquidez y del discriminado encarecimiento del dinero. En efecto, es corriente oír a los empresarios críticas, más o menos veladas, en torno a que esta falta de liquidez puede conducir, por parte de las Instituciones de Crédito, a una política de discriminación, hacia las empresas desligadas de sus propios grupos financieros. A este respecto se puede señalar que, para 1973, 300 empresas, con una población laboral del 15 %, absorbieron prácticamente el 64 % de la inversión total disponible.

Si realmente se daba la circunstancia de que el precio del dinero era bajo; si, por otra parte, faltaba liquidez en el sistema financiero; si el dinero era entregado por los grupos financieros a los precios normales a las empresas con las que poseían alguna vinculación, no cabe duda de que se entró en lo que podríamos llamar *segunda era de los cupos*. Quien poseyó el cupo, consiguió medios monetarios baratos, quien no, tuvo que comprarlos a precios de “estraperlo”.

En este contexto, difícil resultaba apurar el último recurso que les quedaba a la pequeña y mediana empresa española independientes y que era el capital extranjero, ya que a las dificultades internas existentes derivadas entre otras, del régimen laboral, del sistema bancario y de la complejidad del sistema fiscal, se añadía una coyuntura internacional desfavorable para la inversión productiva exterior, excepción hecha de los petrodólares.

En otro orden de ideas, pero abundando en el mismo sentido, se puede observar que la situación bancaria en Europa soportaba ciertos desajustes. En efecto, un país como Alemania, con una cierta salud

económica, con el tipo de inflación más bajo de los países de la O.C.D.E., ha visto, en el espacio de un año, como algunos de sus bancos se veían obligados a presentar la suspensión de pagos. En efecto, primero fue Bansa, Bayerische, Ryan, Bankredit y Mertz, para luego y en sólo dos meses otros cuatro bancos seguirían su misma suerte. Así el 26 de junio de 1974 fue la Banca Herstatt, como consecuencia de las pérdidas en operaciones de cambio. Luego, el 13 de agosto, la Banca Bass und Herz a raíz de problemas surgidos en empresas de su grupo. Más tarde, a finales de este mismo mes de agosto, eran la Banca Wolff y la Frankfurter Handelsbank AG, por la retirada masiva de fondos de los clientes, al mismo tiempo que el mayor banco privado, en Bankhies Trikaus Burkhardt pasaba a ser controlado por el First National City Bank de EE.UU. Esta política económica alemana que contrastaba inicialmente con la seguida en los EE.UU. cuando la Reserva Federal salió en ayuda, en el mes de abril de 1974, del Franklin National Bank por un total de 1.000 millones de dólares, se ha visto confirmada en Norteamérica por la llegada a la situación suspensiva del citado banco.

En esta misma línea, gran impacto causó el anuncio de que uno de los principales bancos privados ingleses el Lloyds Bankaldt había experimentado, en operaciones de cambio de divisas internacionales, unas pérdidas de 33 millones de libras esterlinas, así como el anuncio, el 22 de octubre, de que la "Union de Banque Suisse", el más importante banco Helvético, había perdido 142 millones de francos suizos (2.700 millones de pesetas) por el mismo motivo, y a idéntico resultado y por el mismo camino, llegó el Banco de Bruselas con unas pérdidas de 1.000 millones de francos belgas.

No puede englobarse en el mismo epígrafe la esperada declaración de insolvencia de la Banca Privada Italiana, de Michele Sindona.

Así pues, cuando al descenso en la presión de la demanda interior y a la falta de capacidad de conversión de las industrias nacionales, se añaden los graves problemas financieros derivados de la falta, más o menos discriminada, de liquidez, se producen importantes desajustes que sólo son aprovechados por el capital extranjero si su colocación se realiza en óptimas condiciones. Y es lamentable que la mayor flexibilidad de lo que se ha venido denominando capital internacional, repre-

sentado ahora por los petrodólares, haga que éste pueda fluir a nuestro sistema económico, con fines principalmente especulativos. No sabemos si en este capítulo se pueden incluir las solicitudes presentadas para la creación de dos nuevos bancos con capital hispano-árabe, el “Banco Hispano-Árabe de Inversiones” y el “Banco Español de Oriente-Medio”.

Este esbozo de la actuación de las autoridades monetarias en 1974 parece indicar que las medidas adoptadas en zig-zag no fueron consecuencia de una estrategia “*a priori*”, sino de unas medidas tomadas según las circunstancias. Es evidente que la actuación, a intervalos, sobre el coeficiente de Caja y las líneas de redescuento no son medidas que, por sí mismas, definan una política económica que sirva de guía a la actuación de los empresarios. Es a partir del Consejo de Ministros de 9 de agosto de 1974, que los empresarios españoles toman conocimiento de determinadas directrices que pretenden hacer frente a los problemas económicos financieros en unos momentos especialmente delicados, pero que no quedaron plasmadas en una eficaz normativa concreta.

Porque, sustituir, sin más, la iniciativa empresarial, por la pública, no creemos llegue a ser la solución válida en la actual situación, si no se resuelven los problemas de fondo y normalizan los mecanismos financieros.

Pueden ser medidas de emergencia las adoptadas en el último Consejo de Ministros del año 1974, dando prioridad a la realización de inversiones públicas a corto plazo. Buenas pudieron ser las intenciones del entonces Ministro de Hacienda, hechas públicas en Torremolinos durante las vacaciones navideñas 1974-1975, en el sentido de incrementar el Crédito Oficial para 1975 hasta 116.500 millones de pesetas, movilizar lo antes posible el Fondo de Acción Coyuntural que era, en 1975, de 20.000 millones de pesetas y acelerar el gasto público. Pero la iniciativa privada sólo se puede poner de nuevo en marcha si encuentra las bases suficientes para asentar un futuro con solidez.

Intentos de articulación de medidas reactivadoras

Si los intentos de control monetario realizados en 1974, tuvieron como base fundamental los movimientos en los márgenes de redes-

cuento y las variaciones del coeficiente de caja obligatoria, con posterioridad se pasó a una regulación *día a día*, lo que debería permitir una corrección más suave de los movimientos de liquidez.

En efecto, desde el último movimiento del coeficiente de caja, la autoridad monetaria, para conseguir su objetivo, que consistía en limitar el crecimiento crediticio para 1975 en un 24 % para todo el Sistema Económico, actuó en el mismo, mediante variaciones en los llamados “créditos al sistema financiero” y a través de la compraventa de “Bonos del Tesoro”.

Forman parte del primer grupo, el redescuento, que ha perdido importancia al pasar a formar parte del suministro estable de crédito al sistema bancario, los créditos con garantía de fondos públicos, los redescuentos especiales, etc. La partida que incide de manera más continua es la de créditos personales a corto plazo a la banca (crédito de Tesorería) suministrados a un plazo de siete días.

Los Bonos del Tesoro, en su papel de absorción de liquidez en los momentos en que ésta se considera excesiva, no registraron variaciones sustanciales a lo largo del primer semestre de 1975, por lo que el control monetario, día a día, se realizó prácticamente a través de las variaciones en el volumen de créditos personales a corto plazo a la banca.

Así puede afirmarse que, en la primera mitad del año 1975, al reunirse por una parte el control de los activos y por otra darse un menor crecimiento en los depósitos bancarios, el volumen de crédito suministrado al sector privado tuvo un ritmo de crecimiento menor. Las disponibilidades monetarias (cantidad de dinero) tuvieron en el primer semestre de 1975 un crecimiento menor que en el de 1974 y lo mismo sucedió con el crédito bancario al sector privado (19,3 % para el aumento de las disponibilidades líquidas y 26,1 % para el del crédito, en diciembre de 1974).

El excedente de caja se había situado, a principios del año 1975, a niveles próximos a cero e incluso en el mes de abril llegó a ser negativo, lo que indica que la banca, en su conjunto, no alcanzaba a cumplir el coeficiente de caja obligatorio a consecuencia de menores inyecciones en el flujo de créditos que la autoridad monetaria le suministró.

Las necesidades extraordinarias de liquidez que acostumbran a tener los bancos en los meses de verano, que de no aparecer una acción oficial

podrían tener caracteres graves, fueron superadas sin dificultades en 1975, quizás debido a la reactivación en los créditos de tesorería concedidos por el Banco de España, en una elevada cuantía, lo que permitió mantener la liquidez exigida, dotando así, a las Instituciones de Crédito de los medios monetarios precisos. Esto dio lugar a un crecimiento del crédito del 23,2 % anual en el mes de julio, inferior al 27,3 % que se dio en el mismo mes de julio de 1974 y al 33 % del mismo mes en 1973.

Un momento esperanzador del primer semestre de 1975 tuvo lugar con ocasión del Consejo de Ministros del 4 de abril, cuyo eje principal fue el estudio de la difícil situación económica motivada por la creciente pérdida de divisas, la escalada de precios y la amenaza, cada vez más cercana, del fantasma del paro.

A raíz de esta reunión, se tomaron un conjunto de medidas económicas entre las que destacan, como más importantes, las que se referían a un incremento de la fiscalidad: el aumento en un 10 % del impuesto sobre las rentas del capital y, la medida más espectacular, el impuesto de un 15 % sobre los intereses pasivos pagados por los bancos y cajas de ahorros a sus depositarios. También la autorización al Gobierno para cobrar una tercera parte de la suma correspondiente al año siguiente del impuesto sobre la renta de las personas físicas iba en la misma dirección aunque tiene cuantitativamente menor importancia. En relación con el gravamen del 15 % sobre los intereses, ante la necesidad de respetar el secreto bancario, se concretó en un nuevo impuesto globalizado, siendo los bancos y las Cajas quienes retuvieron la parte correspondiente de los intereses a sus clientes. Sorprendente fue esta medida, que parece significar un castigo para el pequeño ahorro.

La hipotética efectividad de las demás medidas va ligada al resultado de las tasas creadas, para los precios de productos agrarios, con una cierta elasticidad anual, así como las de los precios industriales, que sólo debieran admitir aumentos basados en el incremento del coste de las materias primas y de las repercusiones salariales. Los márgenes comerciales fueron bloqueados hasta el 31 de diciembre del año 1975.

No estamos de acuerdo con que las medidas fueran encaminadas a "frenar las tendencias inflacionistas, mantener el óptimo nivel de ocupación y garantizar un margen de estabilidad suficiente que asegure

la vitalidad del proceso de crecimiento económico”, según señaló la nota facilitada por el Gobierno a la prensa. Según se dijo, con estas medidas se pretendió compatibilizar los objetivos del empleo con la necesaria moderación de los precios y del desequilibrio exterior.

Sintetizando, se puede afirmar, a nuestro entender, que se trataba, fundamentalmente, de medidas fiscales, al gravar determinadas fuentes de ingreso, sometiendo a tributación los intereses pasivos satisfechos por bancos, cajas de ahorro, cooperativas y demás entidades de crédito y dejando sin efecto las anteriores exenciones: gravando más los dividendos y otras rentas de capital por medio de un recargo transitorio del 10 % y paralelamente, aumentando los tipos de gravamen del impuesto sobre sociedades, aun suprimiéndose el gravamen especial del 4 %.

Estas medidas que quedaron plasmadas en el Decreto-Ley 2/1975 buscaron, pues, aunque en distinta intensidad un doble objetivo, el primero era aumentar los ingresos fiscales, el otro, mucho más secundario, trataba de remediar la difícil coyuntura económica en que se encontraba al país.

En efecto, según las declaraciones del entonces Ministro de Hacienda, el decreto tenía entre sus objetivos el moderar el consumo, tanto de productos procedentes del exterior, como de fabricación nacional. En los primeros, por la imperiosa necesidad de reducir su consumo en un intento de ahorrar divisas; en lo que se refiere a los productos españoles, para intentar aumentar “así” la parte dedicada a la exportación. Es evidente que esta afirmación sólo recoge una parte del problema dado que hay que aceptar que el aumento de las exportaciones, exige, además, y, como mínimo, una nueva política comercial cara al exterior.

Los puntos más importantes del Decreto-Ley pueden resumirse de la siguiente manera: “los intereses de las imposiciones en cuentas corrientes, a la vista o a plazo y los de las cuentas de ahorro y certificados de depósito de Bancos y Cajas de Ahorro, Cooperativas fiscalmente protegidas, Entidades equiparadas a las mismas y demás establecimientos de crédito, tributarán un gravamen del 15 %”, dice literalmente el texto legal.

Las repercusiones de esta medida son de indudable importancia

fiscal puesto que, como muy bien se ha dicho, sólo los 9 meses restantes de 1975 debieron proporcionar a Hacienda unos ingresos superiores a los 20.000 millones de pesetas.

A este respecto, el Decreto-Ley de 18 de abril especifica que los contribuyentes del impuesto, serán los perceptores de los intereses mientras que los Bancos, Cajas de Ahorro y demás Entidades tendrán la consideración de sujetos pasivos, es decir, de simples retentores.

Asimismo, se determina que, en ningún caso, podrán satisfacerse intereses libres de impuestos y que la posición del sujeto pasivo no deberá ser modificada por convenios entre las Entidades de Crédito y los contribuyentes.

Es evidente que una detracción del 15 % sobre los intereses devengados supone una reducción de los tipos de interés; por tanto, cualquier juicio acerca de la repercusión en el ahorro, de esta medida, está ligado a la elasticidad de cada uno de los componentes de los depósitos, en las entidades de crédito, respecto a una variación de los mismos:

1.º Los que tienen su origen en organismos públicos y entidades oficiales deben seguir manteniendo los niveles originarios ya que su existencia, más que a motivos económicos, obedece a imperativos de índole transaccional.

2.º Los depósitos a la vista, tampoco deben disminuir en principio ya que se trata de masas monetarias con elevada rotación y totalmente inelásticas a una variación en el tipo de interés.

Por tanto, las posibles alteraciones solamente pueden proceder de dos componentes: los depósitos de ahorro a la vista y a plazo.

3.º En relación con los primeros, su objetivo esencial es la rapidez en los reembolsos, siendo marginal la rentabilidad que se obtenga.

4.º Los depósitos a plazo se caracterizan porque son objeto de una mayor influencia en relación con el tipo de interés. Esto permite considerar la posibilidad de que los depósitos puedan quedar modificados, al cambiar su destino por parte de los titulares.

Desde el punto de vista social, se pueden considerar dos tipos de depósitos a plazo. Los primeros provienen de una gran masa de ahorradores con disponibilidades de escasa cuantía. Al no existir mínimos exentos, son los más perjudicados por la detracción del 15 %, dado que, por su naturaleza, les es más difícil orientarlo hacia otro tipo de colocación.

En segundo lugar, existen otros depósitos, formados por un número limitado de impositores con saldos elevados, que por otra parte pueden tener una mayor capacidad de negociación.

¿Hacia dónde se podrían canalizar los eventuales fondos detraídos de los depósitos bancarios y Cajas de Ahorro?

No parece viable un trasvase de dichos fondos hacia la Bolsa. Con relación a esta alternativa, no hemos de olvidar que el ahorrador medio suele conceder mayor relevancia a los motivos de seguridad y liquidez que no a los emanados de una mayor rentabilidad, a costa de incidir en los dos primeros.

En definitiva, es evidente que la sustracción del 15 % a través de su aplicación indiscriminada, ejerce un efecto negativo sobre el ahorrador medio, que por otra parte, no estimamos que ello sea motivo suficiente para provocar una modificación en su orden de valores, en cuanto al destino de su dinero, y si, en cambio, pesa sobre él, una carga que aparece con un alto grado de discriminación a costa del pequeño y mediano depositante.

En síntesis, este impuesto va a ayudar a cubrir el previsto déficit presupuestario, por su eficacia fiscal, al ser de muy difícil evasión y de fácil recaudación. En cambio, surge la pregunta: Esta medida ¿a quién perjudica?

En otro orden de ideas, el Decreto-Ley pretende frenar la inflación. Para ello, se intenta realizar un control en los precios, mediante la congelación de salarios y dividendos.

Poca efectividad parece que tengan estas medidas. En efecto, en lo que respecta a la congelación de salarios, medida de mejor aplicación que la referente a los dividendos, ha conducido a tensiones y a conflictos laborales en momentos realmente difíciles.

Referente a la congelación de precios resulta todavía mucho más difícil de llevarla a cabo, y es de éxito dudoso, no ya a medio y largo plazo, sino también a corto plazo, por su vinculación con los incrementos en la oferta y con la productividad, sobre todo en momentos en los que los costes empresariales aumentan. La falta de la posibilidad de repercutirlos, motivarán una disminución del beneficio y por tanto, de la posibilidad de reinversión.

En el supuesto de que estas medidas tuvieran una cierta efectividad,

la caída de la inversión sería el resultado ineludible. Quizá por ello, la Administración ha establecido estímulos fiscales a la inversión, contenidos, en el artículo 19 del Decreto-Ley y en los artículos contenidos en el apartado referente al impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

El sostenimiento del ritmo de inversión es indispensable para luchar contra el paro en momentos, en que los trabajadores emigrantes lo aumentaron con su llegada de los países europeos.

Si, por una parte, la inversión privada se ve reducida por la disminución de la liquidez en el sistema y por las medidas antinflacionistas, es necesario, por otra, una compensación, que sólo podrá venir de las inversiones públicas ya que en lo que se refiere a las inversiones extranjeras, capítulo muy importante hasta ahora, su incremento se ha visto frenado como consecuencia de la crisis que soporta la economía occidental y por la incertidumbre que en el exterior provoca la evolución política futura por la que debe atravesar nuestro país.

Resulta, pues, imprescindible, conocer el contexto en el cual se deben mover las empresas, dadas aquellas disposiciones.

Junto con la aprobación del Decreto-Ley, el entonces Ministro de Hacienda informó a la opinión, en una especie de “speech democrático-televisivo”. De sus afirmaciones se desprendía que el *objetivo principal* del Gobierno continuaba siendo la consecución del máximo nivel de empleo posible, es decir, que éste no había variado con el establecido a finales de 1974.

Si ello era así, es lógico considerar que, con este objetivo principal, todas aquellas medidas que de alguna manera presionen los demás objetivos a costa del más importante deberían ser eliminadas o reducidas al mínimo nivel. Pero los hechos no confirman esta posición o bien porque la aplicación de las medidas provoca efectos en sentido contrario, o bien, porque la doctrina sobre la cual se asientan estas directrices puede estar equivocada.

Porque, al intentar una síntesis al mínimo nivel posible, toda la exposición puede reducirse a dos puntos, el primero de ellos consiste en la siguiente afirmación: la inflación provoca desempleo, el segundo, hay que disminuir el consumo interior con objeto de poder exportar. En la rueda televisiva, uno de los periodistas hizo una pregunta no

contestada: ¿es que no exportamos porque consumimos en el interior o bien consumimos en el interior porque quedan cosas que no se pueden exportar?

Es posible que en estos dos puntos se encuentre la tensión existente entre las necesidades que la realidad impone y las medidas que para el tratamiento de esta realidad se han propuesto. Porque en aquellos momentos, lo importante era determinar cómo la inflación podía provocar paro, es decir cuál era el circuito y las interconexiones existentes para que esto sucediera. Sabido es que, en economía, existen determinadas magnitudes y una serie de interrelaciones entre ellas. Una magnitud mueve a otra, de una manera directa en cierto sentido e intensidad, o puede empujarla en sentido contrario, a través de otras, de manera indirecta y con intensidad distinta. Son raras las conexiones que, en zigzag, se van reforzando en lugar de debilitarse. Sólo existían en el sentido señalado por el Ministro, una relación inflación-paro, a través de conexiones indirectas y a largo plazo, mientras que existían incidencias directas, a corto plazo, en sentido contrario. Por lo tanto, parece ser que es en éstas, donde debería existir la correlación entre la medida y la amplitud del período en que la medida pretende ser válida. No siendo así era forzoso llegar a resultados totalmente opuestos a los previstos inicialmente.

Es evidente que un tipo de inflación elevado no favorece el aumento de los depósitos en las instituciones de crédito, sobre todo a unos tipos de interés bajos, ya que las masas monetarias depositadas tienen una pérdida de poder adquisitivo. Entonces, lo lógico es que exista una tendencia a la colocación del dinero y, en algunos casos, una tendencia al aumento en el consumo. Existe, pues, una relación directa entre consumo o inversión por una parte y nivel de empleo por otra. Surge ahora la pregunta: ¿Cómo la inflación puede provocar paro?

La inflación, es cierto, implica aumento de precios y este hecho puede reducir la exportación si no se adoptan medidas para evitarlo. Esto siempre que en los demás países, con los que se mantiene relación comercial, no se produzca el mismo fenómeno inflacionista. Claro está que la devaluación de la moneda es la "solución" más simple. Pero tampoco debiera ser éste el camino a seguir, sino el de la adopción de otras medidas que fomenten *realmente* la exportación.

Si la política económica trazada en estas normas tiene como uno de los pilares esta afirmación, quizás aparezca un problema de congruencia entre objetivos y medidas.

Efectivamente, la inflación no es un estímulo para el aumento de los depósitos bancarios. Se deben tomar medidas para impulsar el ahorro, que, además y sobre todo, no tengan como consecuencia directa la de yugular el consumo interno y la inversión privada que, en definitiva, son las constantes de una política con alto nivel de empleo. No es éste el caso del gravamen del 15 % sobre los intereses de los depósitos.

En relación con el segundo aspecto, difícil resulta no estar de acuerdo en la necesidad de reducir las importaciones. Éste ha sido el deseo expresado en los demás países con sistema económico occidental y también el más efectivo, para equilibrar la balanza de pagos o para disminuir su desequilibrio.

Donde el acuerdo se rompe es en la afirmación según la cual se fomenta la exportación consumiendo menos en el interior, porque dada la situación actual, muy poco tiene que ver el consumo interno con la exportación, ya que se exporta lo que demandan los países compradores, no lo que sobra en el interior.

En líneas generales, el objetivo es exportar y el problema viene dado por los pedidos del exterior, no por la falta de existencias, porque éstas se hayan consumido en el interior. No es válida la afirmación general de que se tenga que reducir el consumo. Lo que sí es necesario reducir, son los bienes y servicios de importación, porque en definitiva, los aumentos de precios sólo en parte, son debidos a la presión de la demanda, y, si en gran medida, al aumento en la inflación importada.

En definitiva, sea cual sea la faz que se haya pretendido dar a estas medidas, lo importante de ellas es que han constituido un intento de sanear la Hacienda aumentando los ingresos. Los objetivos que se han señalado no tienen la misma prelación que la descrita en el texto legal, ya que el objetivo primordial, el de saneamiento hacendal, con aumento de ingresos sin reducción de gastos, priva sobre el objetivo de mantenimiento del nivel de empleo.

La política financiera de la indecisión

Los diversos avatares que ha ido soportando la economía española tienen su reflejo en el volumen de financiación proporcionado por la banca al sector privado, mediante la concesión de créditos. Primero, cronológicamente, porque las políticas de contención se han instrumentado por medio de restricciones monetarias, que han tenido como efecto la disminución en el porcentaje de incremento en la concesión de créditos, luego porque el sector privado ha reducido sus demandas en momentos en que, ni las medidas empleadas han resultado idóneas ni la situación socio-política ha dado motivo para evitar una tónica general deprimida.

Esta situación de inercia y de “laissez-faire” de nuestras autoridades monetarias, contrasta con los esfuerzos realizados en algunos países.

En efecto no terminadas aún las vacaciones de agosto 1975, aparecen las primeras manifestaciones de las autoridades económicas europeas, en relación a las medidas a adoptar frente a la situación económica en la que se debatían los distintos países.

Así, por ejemplo, en el Consejo de Ministros francés del 27 de agosto, reunido en el Eliseo, cuando se trataban de los objetivos principales del anunciado programa de relance de la economía. Jacques Chirac presentó los resultados de los trabajos de preparación del programa cuyas disposiciones fueron adoptadas, definitivamente, el 4 septiembre 1975.

El plan de relanzamiento sería articulado de tal manera que reposara sobre un “núcleo fuerte”, los equipamientos, generadores de empleo, preveyendo un cierto apoyo al consumo, principalmente al consumo social. Luego, fueron tomadas diversas medidas en favor de la artesanía, de las pequeñas y medianas empresas y de la agricultura, pudiendo generar todos estos sectores la creación de cerca de 100.000 puestos de trabajo.

Las medidas económicas, que en aquel momento se estimaba debían ser tomadas, respondían a tres criterios:

- 1.º No poner en peligro las finanzas públicas.
- 2.º Conseguir el mayor potencial posible en la creación de nuevos empleos.

3.º Ser aplicadas en el más breve plazo.

Los equipos públicos (hospitales, autopistas, viviendas) al responder con nitidez a estos tres criterios, constituían el “núcleo fuerte” del dispositivo de relance.

La formación profesional y las ayudas sociales también debían beneficiarse del esfuerzo, ya que se consideró que el paro era frecuentemente el resultado de una ausencia de calificación o de una mala orientación profesional.

Se buscaba, en primer lugar, el impulso a la inversión, y, de manera accesoria para llegar a reforzarla, a más largo plazo, se tomaron medidas de sostenimiento al consumo, principalmente al consumo colectivo.

Pero sin lugar a dudas, de los objetivos buscados, el más importante, consistía en crear un “shock psicológico” susceptible de devolver la confianza a los franceses durante la transición hacia un tipo de “crecimiento moderado”.

El momento elegido para el lanzamiento del plan parecía favorable, dentro de las posibilidades del país, dado que se trataba del período en que las empresas volvían a la actividad después de las vacaciones y también en un momento en el cual la “rentée sociale” amenazaba con ser muy dura.

En las nuevas normas se precisó el grado de la inyección que el Gobierno debería realizar para el relance. Si los demás países europeos habían acordado realizar un esfuerzo que les permitiera un aumento del orden del 2 % del P.N.B., Francia, al adoptar esta nueva medida europea, la ayuda se estimó en los 30.000 millones de francos, para lo cual era necesario una moderación del tipo de inflación, como así sucedió.

En nuestro país continuó, en el segundo semestre de 1975 la misma tónica que en el primero, es decir, sin intentar articular un sistema coherente de medidas, que permitieran salir del marasmo en que se hallaba sumido el sistema económico financiero.

En efecto, la evolución del mercado monetario durante el mes de septiembre de 1975, dio lugar a que se produjeran fuertes tensiones en la segunda decena como consecuencia de que, de igual modo que en el mes de agosto, la intervención de la autoridad monetaria fue dirigida a anular los excedentes monetarios, cuando la tendencia del mercado los producía, recogiendo liquidez a lo largo de estos dos meses.

Esto fue realizado, tanto por movimientos en los créditos, como por los bonos del Tesoro. En efecto, por una parte tuvo lugar una progresiva cancelación de créditos a corto plazo del Banco de España a la banca, los cuales descendieron de este modo durante los veinticuatro primeros días en unos 28.000 millones de pesetas, hasta llegar a un saldo nulo para luego, inyectar ante las necesidades de fin de mes, un importe de 11.000 millones. Por otra parte se “movieron” los bonos del Tesoro, como instrumento re deducción de liquidez, aumentando su rentabilidad que llegó al 8,5 % (tipo vendedor) en los meses de septiembre y octubre, y estimulando, una inversión hacia estos títulos por parte de las Cajas de Ahorros y otras instituciones, que llegaron a absorber 21.000 millones de pesetas, con la consiguiente disminución de los medios de pago colocados en el sistema bancario.

¿Qué sucede con el esperado plan general de reactivación? El entonces vicepresidente segundo del Gobierno y Ministro de Hacienda manifestó en el acto de presentación de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1976, que ponerlo en marcha en aquellos momentos sería suicida, justificando esta afirmación, dadas las tendencias inflacionistas y el desequilibrio externo, de mayor envergadura en España que en otros países.

A pesar de ello, las autoridades monetarias, parecían empeñadas en un “oui-mais” ya que, por otra parte negaban el rumor de un plan de estabilización y presentaban el Presupuesto del Estado para 1976, con un incremento del 19,6 % sobre el del año anterior, lo que le daba un carácter moderadamente expansivo.

Las esperadas “medidas de relanzamiento”, fueron tomadas en el Consejo de Ministros de 14 de noviembre de 1975. Por lo menos ésta era la opinión oficial en los comentarios a las citadas medidas.

En una versión optimista, el entonces Ministro de Hacienda, afirmaba que una buena parte de los objetivos perseguidos por las medidas de 4 de abril, se cubrieron a pesar de que la situación del empleo hubiera empeorado. En efecto, el principal objetivo que era el mantenimiento del empleo no se cumplió ya que el índice oficial de paro aumentó desde abril a noviembre de un 2,17 % al 2,48 %. A pesar de ello, no se creyó conveniente iniciar una política de reactivación generalizada, aunque se consideró inaplazable “reducir el desempleo”, sobre todo en

el sector de la construcción que fue el que registró los índices más elevados.

En síntesis, el conjunto de medidas iba destinado de nuevo, según el Ministro, a paliar el paro y reforzar las medidas contra la inflación y el desequilibrio exterior.

En este contexto, se puede afirmar que, las medidas destinadas a fomentar el empleo, fueron englobadas en los siguientes epígrafes: *Estímulo a la construcción*, el llamado "*fomento al ahorro y a la inversión financiera*", y el *fomento a la inversión productiva*.

Las destinadas a reducir los desequilibrios quedaban reducidas a unas normas comerciales y las relativas a los precios y rentas.

— Entre otras, las medidas adoptadas para el estímulo a la construcción destacaban:

1.º Un programa especial de financiación de viviendas por importe de 100.000 millones de pesetas en vigor hasta el 31 de diciembre de 1978.

2.º Ampliación de las facultades de financiación otorgadas al Instituto Nacional de la Vivienda para la concesión de préstamos a promotores privados para proyectos de interés social.

3.º Autorización para el fraccionamiento de los pagos por el impuesto General sobre Transmisiones Patrimoniales en la adquisición de viviendas.

Poco parece que se hizo para el *fomento a la inversión*, ya que las medidas se limitaban, prácticamente, a:

— Ampliación de las desgravaciones en el impuesto general sobre la renta de las personas físicas, para la inversión bursátil.

— Régimen de apoyo fiscal de carácter coyuntural para las sociedades que cotizarán en Bolsa, hubiesen regularizado sus balances y realizaran actividades comprendidas en determinados sectores.

— Modificación del régimen de inversiones de las sociedades mobiliarias.

— Liberación de obligaciones establecidas para realizar inversiones acogidas al régimen de previsión para inversiones o de reserva para inversiones de exportación.

— Autorización para ampliar los sectores declarados de "interés preferente".

En lo que se refiere a la *política comercial y de precios y rentas* se estableció:

— La agilización y perfeccionamiento de los mecanismos establecidos en el Decreto-Ley 6.1974, de 27 de noviembre, en materia de creación de canales paralelos y de polivalencia de los establecimientos minoritarios de la alimentación.

— Implantación de márgenes comerciales en productos importados.

— Previsiones sobre la importación de productos alimenticios en régimen de comercio de Estado.

— Prórroga de la normativa vigente sobre precios y reforzando la aplicación de sanciones en casos de su infracción.

— Previsiones en materia de revisión de precios de los contratos administrativos.

El análisis de este conjunto de medidas denotaba que la reactivación generalizada no se produciría ya que ni siquiera tuvo lugar movimiento alguno en el tipo de interés ni se aumentaron las facilidades crediticias. Se optó, pues, por un apoyo sectorial muy reducido concentrado, principalmente, en un sector con fuerte paro, como era la construcción.

Por otra parte se mantuvieron las normas dictadas a raíz del Consejo de Ministros de 4 abril 1975, relativas a la congelación de rentas y salarios que implicaron que, por lo menos teóricamente, los convenios colectivos negociados en 1976 no pudieran amparar aumentos salariales superiores al aumento del coste de la vida.

No hay que olvidar, además, que, entre los acuerdos adoptados, aparecen los incitadores de la inflación como son el aumento de las tarifas eléctricas y de los productos derivados del petróleo, en un esfuerzo para absorber el aumento del 10 % del precio de los crudos acordado por la OPEP, y de apoyo al sector eléctrico.

Llegó el final del 1975 repleto de acontecimientos socio-políticos y se seguía a la espera de la puesta en marcha en *el más breve plazo posible* de medidas de reactivación. Se produce el cambio en la Jefatura del Estado y surge un nuevo Ministro de Hacienda.

Quedaban por resolver problemas económico-financieros y otros de tipo político-social cuya solución podría representar una base imprescindible para un verdadero relanzamiento de la economía española fijando atención especial al aspecto inversor.

Las declaraciones que realizó el Ministro de Hacienda el 29 de diciembre de 1975 ante las Cortes fueron consideradas, en el mejor de los casos, como impolíticas, en un momento en que los movimientos laborales llegaban a situaciones de gran tensión. El que “los salarios ganarán en la carrera en los precios” era, en general, una afirmación cierta a un determinado nivel, pero “que esto fuera la causa principal de la inflación del sistema económico” no podía ser admitido.

El desencadenamiento, a partir de entonces, de una renovada efervecencia en las reivindicaciones laborales motiva un nuevo desplazamiento en el equilibrio de fuerzas capital-trabajo, a favor de este último. Esta nueva situación planteaba excelentes posibilidades para crear las condiciones necesarias de donde pudiera surgir la NUEVA EMPRESA.

Sin embargo, otro acontecimiento vendría a remover las poco apacibles aguas del Sistema Económico. El Banco de España informó en la mañana del 9 de febrero de 1976, que, “en la última semana los mercados internacionales de divisas se han visto sometidos a fuertes movimientos que han culminado en la suspensión de la intervención por parte del Banco de Italia y que han obligado a otros bancos centrales a intervenciones masivas en apoyo de sus monedas”.

“A la vista de esta situación, para evitar movimientos especulativos y defender a la peseta de los riesgos que tales movimientos podían ocasionar, el Banco de España ha modificado su cambio de intervención en el mercado de divisas en el día de hoy, 9 de febrero, procediendo a fijar el cambio de intervención de la peseta respecto al dólar en 66,54 pesetas comprador, y 66,60 pesetas vendedor.”

Con estos dos párrafos, que describían la depreciación monetaria, se iniciaban las medidas que debía adoptar el nuevo Ministro de Hacienda. El comienzo no era ciertamente brillante en cuanto a su planteamiento, y sí en cambio de efectos inmediatos nocivos, entre los que destacaba el de estímulo a la inflación. Esta medida, que la primera autoridad monetaria calificó como “la primera del programa de medidas económicas del Gobierno” dio a pensar en un plan de estabilización que inmediatamente fue negado por el propio Ministro al declarar que “no cabe hablar por el momento de medidas de estabilización, aunque el tema está sujeto a la decisión del Gobierno”. La incidencia de esta

medida sobre los precios era evidente con solo considerar que las importaciones de petróleo supondría unos mayores pagos, en 1976, del orden de los 22.000 millones de pesetas, y esto era sólo un botón de muestra.

¿Fue un error, una precipitación ante la presión exterior sobre la peseta, o bien una decisión puramente política?

El ministro de Comercio declaró que “reanudaremos las conversaciones con el Mercado Común, con el hecho consumado del nuevo tipo de intervención de la peseta. Estas negociaciones las empezamos con una gran libertad y no pensamos regresar al punto donde estábamos el pasado mes de agosto, dados los cambios producidos en España”.

Tratárase o no de una medida política, lo cierto es que la economía española precisa de reformas de fondo sin las cuales el nuevo tipo de intervención, no pasará de ser más que una nueva y desafortunada actuación ministerial. El problema es profundo y exige, como condición previa, una perspectiva de estabilidad político-social, sin la que una simple depreciación monetaria pueda resolver cuestión alguna, sino agravar la situación del empresario, que va perdiendo su confianza en el futuro próximo.

La condición indispensable para un adecuado relanzamiento de la economía española, es la puesta en marcha del dispositivo inversionista, y éste no se iniciará sin unas condiciones socio-políticas estables.

En efecto, la inversión exige una perspectiva temporal, para que puedan ser recogidos sus frutos. Cuando el futuro inmediato se intuye como un período inestable, aparecen en el empresario toda una gama de reacciones que van desde el estatismo hasta la fuga de capital, sin que dentro de aquella aparezca la actividad inversora.

Los franceses intentaron, aprovechando “la rentrée” del verano 1975, crear un “shock psicológico” que sirviera de revulsivo a la inercia inversora.

En España se desaprovechó lamentablemente un momento trascendental que fue el cambio en la Jefatura del Estado, cuando el cierre de una etapa de la vida española abría esperanzas a una forzosamente nueva situación, caracterizada por un prometido apoyo exterior y una tregua en las tensiones políticas internas.

Pasada la oportunidad, se inician desconfianzas, internas y externas,

que nos llevan a un “impasse” al que es necesario darle salida, configurando de una manera anticipada a los acontecimientos, una nueva situación socio-económica, con nueva correlación de fuerzas, sobre las que se pueda asentar una eficaz y congruente política financiera apta para la NUEVA EMPRESA.

La liquidez y la magnitud de las inversiones

La estrecha relación existente entre la liquidez del sistema económico y la magnitud del proceso inversionista, adquiere, en unos momentos como los actuales, una importancia decisiva. Este hecho que la realidad impone, se traduce de intentos de formalizar esta relación introduciendo determinados conceptos dentro del estudio de las inversiones, que unas veces son conocidos y utilizados en otros campos de la economía y otras veces constituyen intentos de técnicas nuevas.

En este contexto la consideración de la corriente de pagos tiene, en épocas de escasez monetaria, un interés extraordinario por cuanto constituye el desembolso a realizar que, en líneas generales, debe ser anterior a cualquier cobro por la venta de la producción o prestación de servicios debidos al funcionamiento del objeto de la inversión.

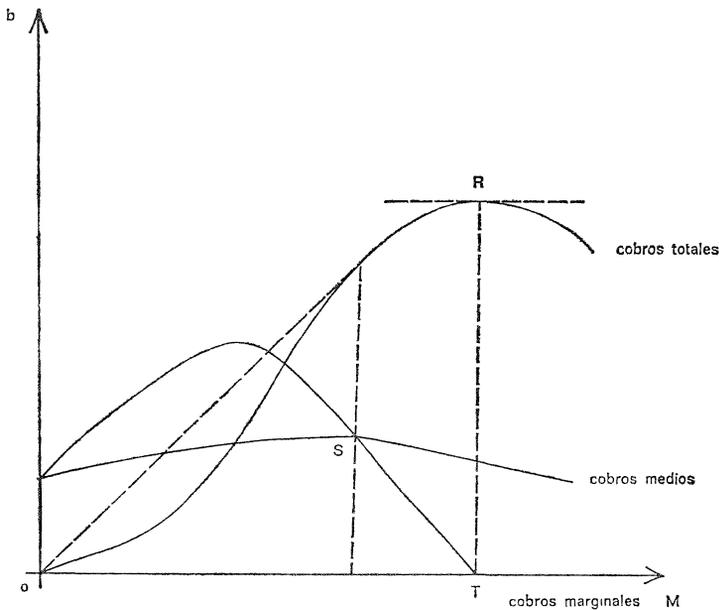
En una primera aproximación, si se hace abstracción de la magnitud temporal, considerando única y exclusivamente un pago y un cobro y se supone la existencia de una relación funcional entre los mismos es posible utilizar un esquema, ya clásico en economía. Según éste, cuando se utilizan pocas dosis monetarias, y se puede llamar dosis monetaria a una masa de dinero tan amplia como se quiera, el objeto de la inversión permite una efectividad distinta que cuando se utilizan dosis más elevadas.

Esto equivale a que el cobro irá adquiriendo cifras que porcentualmente varían en relación con la magnitud del hipotético pago.

Si se parte de un proyecto de inversión en el que se utiliza una suma de dinero reducida se puede constatar que la eficacia de esta masa monetaria puede ser elevada. Sin embargo, cuando el proyecto implica una dimensión de los pagos que sobrepasa cierta magnitud, a determinar, la eficacia del mismo, el cobro, será porcentualmente menor e incluso, en un caso extremo, podría dar lugar a una disminución, por el hecho de

haber realizado una colocación del dinero desproporcionadamente elevada.

Cuando la realidad de la empresa es tal, que permite la formalización del proceso inversionista en los términos descritos puede tener validez el esquema ya apuntado, muy conocido en Economía. Mediante el mismo, la relación entre las magnitudes se describe por medio de una función de tercer grado con crecimiento más que proporcional en una primera fase para cambiar a un aumento menos que proporcional después. Se plantea, pues, una evolución tal que la eficacia en términos monetarios de la inversión aumenta mucho cuando la corriente de pagos puede realizarse mediante la utilización de unas pocas dosis monetarias. Es el primer sector. Luego esta eficacia aunque vaya aumentando, lo hace cada vez en menor proporción, hasta llegar a un punto en el cual se tiene la cantidad máxima de cobros, por la aplicación de un determinado volumen de dosis monetarias. Pero a partir de este punto, la magnitud que mide la eficacia total de la inversión, es decir, el cobro disminuye.



El planteamiento gráfico se realiza mediante un sistema de coordenadas en el que se coloca el volumen del posible pago en abscisas y en ordenadas su eficacia, es decir, el correspondiente cobro.

Del análisis de la curva OA se encuentra un punto importante, el R, que, da lugar a M, máximo pago a realizar en la gama de alternativas de inversión y que podría denominarse “punto de saturación de dosis monetarias”. Sin embargo, no es suficiente con obtener este punto, ya que representa una posición extrema, en la aplicación de dosis monetarias, pero que no es necesariamente una posición óptima.

Para ello, y a partir de este concepto de cobro total de la inversión, se pueden definir otros dos conceptos. Hacemos referencia a los cobros medios de la inversión y a los cobros marginales de la inversión.

Definiremos los cobros medios como el cociente entre los cobros totales y el número de dosis. Es, en realidad, los cobros por unidad monetaria del pago, si cada una diera lugar a la misma cuantía. Su representación gráfica sería también una curva que tiene el máximo en un punto S y a partir de él va disminuyendo.

El tercer concepto es el llamado cobro marginal, definido aproximadamente como el aumento de los cobros debido al aumento en la cuantía del pago por la aplicación de una unidad monetaria adicional. En términos matemáticos podemos decir que se trata de la derivada de b con respecto a M y puede también ser expresada gráficamente mediante una curva que partiendo del mismo punto de partida de la curva que define la magnitud media, crece inicialmente mucho más que ésta y llega a un punto en el cual coinciden la eficacia media y la eficacia marginal.

A partir del punto T los cobros marginales son negativos, lo que indica que si el pago implica un número de dosis monetarias superior, las dosis suplementarias colocadas no sólo dejan de producir efectos positivos en cuanto al cobro, sino negativos.

Esta relación de cobro-pago constituye una primera aproximación para el inicio de los cálculos necesarios para encontrar la decisión óptima en la hipótesis de flexibilidad en la dimensión de la inversión. Pero por su carácter de análisis estático deja de tener una mayor importancia, si no se considera la necesidad de introducir un elemento importante: el tiempo.

Sin embargo, con las técnicas utilizadas normalmente en la selección de las inversiones, se puede utilizar este esquema aun en un supuesto más general en que el objeto de la inversión se caracterice por una corriente de pagos M , a_1 , a_n y una de cobros tal como, b_1 b_2 ... b_n sólo considerando como M el valor actualizado de los pagos y como b el de los cobros.

También, y como un caso particular, se puede considerar el señalado por SCHNEIDER (1) en que los cobros, en función del pago, único, $b = b(M)$, se prolongan hasta el infinito, es decir, que dependen del pago inicial M . En este supuesto el Valor Capital de la Inversión será:

$$V = \frac{b}{i} - M = \frac{b(M)}{i} - M$$

La condición de máximo exigirá:

$$\frac{dV}{dM} = \frac{1}{i} \frac{db}{dM} - 1 = 0$$

es decir:

$$\frac{db}{dM} = i$$

$$\frac{db}{dM} = \text{tipo de interés interno marginal.}$$

$$r_m = \frac{db}{dM} = i$$

que no tiene por qué ser igual al tipo de interés interno de la inversión r , para el que deberá cumplirse que:

$$\frac{b}{r} - M = 0 \text{ al ser la corriente actualizada de cobros } \frac{b}{r}$$

y la de pagos M .

(1) Erich SCHNEIDER: *Teoría de la inversión. Cálculo de economicidad*, El Ateneo, Buenos Aires, 1966, pág. 47-50.

La condición suficiente para que sea máximo V , exige que:

$$\frac{d^2 V}{dM^2} < 0$$

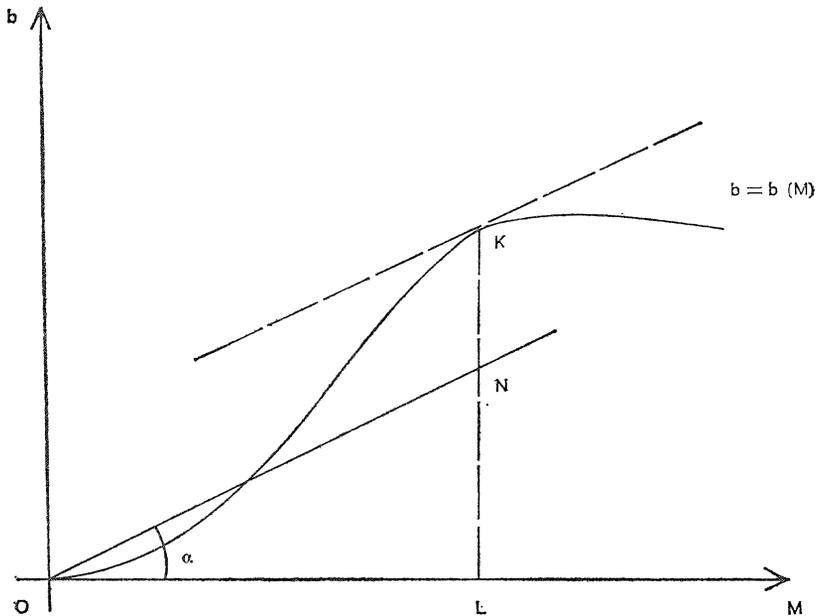
$$\frac{d^2 V}{dM^2} = \frac{d^2 b}{dM^2} = \frac{i}{i} < 0$$

como $i > 0$

deberá ser $\frac{d^2 b}{dM^2} < 0$

de donde:

$$\frac{d^2 b}{dM^2} = \frac{d\left(\frac{db}{dM}\right)}{dM} = \frac{dr_m}{dM}$$



es decir, que:

$$\boxed{0 > \frac{dr_m}{dM}}$$

Desde el punto de vista gráfico el punto K del gráfico anterior determina la inversión más conveniente. En efecto:

- a) El Valor Capital es más elevado.
- b) Mayor diferencia entre el tipo de interés interno $\frac{KL}{OL}$ y el tipo de interés calculatorio

$$\frac{LN}{OL} = \text{tg } \alpha$$

Esta exposición ha permitido poner de manifiesto una muestra de las técnicas utilizadas en la determinación de la dimensión óptima de la inversión, problema que adquiere, en una situación de falta de liquidez del Sistema Económico, una especial importancia.

La consideración del tipo de interés en la política de inversiones en la Empresa

Un sencillo análisis de la actividad financiera de las empresas demuestra que éstas recurren a unas fuentes de financiación ajena de muy diversa índole que van desde el Crédito Oficial, con tipos de interés muy reducidos, hasta el recurso a fuentes extraordinarias y de emergencia para evitar que la incidencia de la falta de liquidez bancaria produzca situaciones irreversibles.

Pero el hablar de tipo de interés implica traspasar los límites de un estudio económico, por contener elementos que son propios de filósofos y juristas. Ahora bien, si se soslayan los aspectos éticos y legales, e incluso macroeconómicos, para centrar la atención en el aspecto principalmente microeconómico, resulta inevitable relacionar la cuantía del tipo de interés con otro concepto, cuantificable también, conocido como *tipo de inflación*.

Sabido es que uno de los problemas más importantes que se plantean ante la realización de un proyecto de inversión es la fijación del tipo de interés que se debe tomar como base de cálculo. Estas dificultades, que ya son señaladas en los estudios clásicos, adquieren en los momentos actuales caracteres de extrema gravedad, como consecuencia de la variedad de tipos existentes en el mercado, según el momento y la empresa a quien corresponde realizar la inversión, dada la irregular situación financiera en que está sumido el Sistema Económico.

La falta de liquidez, acompañada de uno de los tipos de interés “legales” más bajos de Europa, hacen que, a los problemas normales que suscita el proceso inversionista, se añaden elementos que perturban más aún el normal acontecer de las empresas. Pero es que, además de todo ello, hay que añadir, como se ha señalado, un proceso de inflación que si ha ido adquiriendo en Europa caracteres de excepcional importancia, en nuestro país ha alarmado a las conciencias más templadas. Esta circunstancia es preciso introducirla en el estudio de la inversión para que en él aparezca el correspondiente aumento porcentual y acumulativo de los precios.

Algunos países han adoptado, en los últimos tiempos, medidas tendentes a regularizar el precio del dinero bancario, fijando los tipos de *interés básicos* en cotas “efectivamente” superiores a las existentes en España. Así, teniendo en cuenta, además, que es necesario aumentar varios puntos al tipo de interés básico, para encontrar el tipo de interés comercial se puede constatar que a inicios del año 1975 en Francia, el básico era del 11 %, en Inglaterra el 11,75 %, en Dinamarca el 10 %, en Italia y Japón el 9 %, en Bélgica y Canadá el 8,70 %, en Holanda y EE.UU. el 8 %. Sólo Noruega y Suiza con el 5,5 % y Suecia con el 6 % tenían tipos inferiores al español.

A partir de estas fechas se van produciendo modificaciones en los distintos países, a medida que se reducía el tipo de inflación y en cuanto aparecía el deseo de puesta en marcha de un relanzamiento de la economía.

En efecto, Alemania reduce en varias ocasiones su tipo para pasar al 5 % en marzo de 1975, luego al 4,5 % para finalmente pasar al 4 % en el mes de agosto del mismo año. Francia pasa en abril al 10 %. Los EE.UU. al 6 % en mayo. En agosto, Dinamarca al 7 %, Bélgica

y Suecia al 6 %. En septiembre, Italia al 6 %, y Holanda al 4,5 % primero y luego, el 2 de febrero de 1976, al 4 %. Sólo Canadá, en el mes de septiembre 1975 aumentaba su tipo desde un 8,25 % al 9 %. El 14 de noviembre, Gran Bretaña inicia una serie de descensos desde su cota máxima del 12 % al 11,75 % para llegar después de varias reducciones al 10 %, el 30 de enero de 1976.

En España no pasa nada.

Nada se añade al mecanismo financiero microeconómico, para que éste funcione debidamente.

Éste no es un problema actual, sino que viene arrastrándose a lo largo del tiempo. En efecto si se analiza la evolución del tipo de interés básico en España se pueden observar las siguientes cifras:

Noviembre 1967		{ 4,5 % comercial
		{ 5,1 % financiero
21 julio	1969	5,5 % (unificado)
21 marzo	1970	6,5 %
22 enero	1971	6,25 %
3 abril	1971	6 %
21 octubre	1971	5 %
26 julio	1973	6 %
9 agosto	1974	7 %

Se trata, por tanto, en la actualidad, del tipo de interés básico más elevado desde la anterior devaluación de la peseta. Pero aún así, no creemos haya existido suficiente realismo para situarlo, en su momento, a una cifra cercana a la cota que los acontecimientos exigían, ni ahora pasarlo a las exigencias de la lucha contra el paro.

Como puede observarse, desde la fijación, en agosto de 1974, de los nuevos tipos de interés para las operaciones activas y pasivas, a menos de dos años, con la llamada libertad de tipos para operaciones superiores a este plazo, no se ha producido variación alguna.

La sola enumeración de tipos, muestra el desajuste que ya en aquel

momento existía, entre tipo de interés y pérdida de poder adquisitivo de la moneda.

Así, pues, y dado que en el problema inversionista las magnitudes financieras deben ser consideradas en distintos momentos, al tradicional factor de regulación dado por el tipo de interés hay que añadir el tipo de inflación, lo que ejercerá indudable influencia sobre las decisiones del empresario, ya que la expectativa de un elevado tipo de inflación hace más apetecible la consecución de créditos como consecuencia de que el reembolso futuro de la cifra obtenida, tendrá un poder adquisitivo menor.

De todo ello se deduce que no es posible considerar, por lo menos teóricamente, un tipo de interés menor que un tipo de inflación, porque cualquier estudio de selección de inversiones en el cual el tipo de inflación fuera superior al tipo de interés, determinaría matemáticamente que la solución óptima para la empresa consistiría en realizar todos y cada uno de los proyectos, resultando innecesario cualquier estudio económico dado que el resultado, conocido de antemano, quedaría circunscrito a un *problema de Marketing*: es decir, vender, dentro de uno o varios períodos lo adquirido, resultando un beneficio sin añadir ningún factor de la producción ni asumir riesgo alguno, lo que, en definitiva, justificaría, por lo menos en parte, la obtención de un beneficio.

En síntesis, se puede afirmar que en un determinado período, que se puede hacer coincidir con el año 1974, aparecieron unas mayores necesidades de medios de pago, por parte de la empresa, como consecuencia de los elevados tipos de inflación, y a la regresiva disposición de créditos y descuentos bancarios, yuxtaponiéndose otro fenómeno que era la existencia de unos tipos de interés legales que no llegaban, en mucho, a cubrir los tipos de inflación.

Las perspectivas inversionistas de las empresas, eran para un futuro más o menos inmediato, con un elevado incremento del índice del coste de la vida, al no aliviar la falta de liquidez del sistema, aumentando incluso y a la vez, el tipo de interés legal, de una total retracción. De ahí que, el descenso en el nivel de empleo haya sido entre otras muchas, la inevitable consecuencia que aún se va arrastrando.

Frente a una política de liquidez escasa y tipo de interés bajo, hubiere podido oponerse la de abundante liquidez del sistema con unos precios del dinero, es decir, de tipos de interés, elevados.

Posteriormente, y de manera paralela a la lucha contra la inflación, una nueva etapa de relanzamiento hubiera permitido, dentro de un sistema de medidas coherente, la reducción de los tipos de interés.

Desde un punto de vista técnico, la formalización de la inflación y el tipo de interés, puede tener lugar mediante las técnicas de actualización y capitalización, y exigen como requisito previo, sentar el significado de las masas monetarias sobre las que van a actuar.

En efecto, si los estudios clásicos se limitaban a señalar que una unidad hoy en el mercado del dinero o de capitales se puede cambiar por $1 + i$ unidades dentro de un año, siendo el tipo de interés i , en la actualidad no resulta suficiente este planteamiento global, por cuanto el guarismo i debe englobar o hacer referencia a otro: el representativo del tipo de inflación.

La consideración del coeficiente de actualización $(1 + i)^{-t}$ o su equivalente en el campo continuo $e^{-\rho t}$, tiene validez absoluta si se parte de la hipótesis de un sistema estacionario y de previsión perfecta cuando se supone que el tipo de interés es constantemente igual a lo largo de todos los años, y no existen movimientos económicos que incidan en la magnitud de las masas monetarias de cobros y pagos.

Pero la realidad actual no permite mantener estas hipótesis. Sólo, y dada la dificultad de realizar estimaciones a plazo medio, es posible, en última instancia, suponer que tanto el tipo de interés como el tipo de inflación pueden ser considerados constantes a lo largo del tiempo.

Aun partiendo de esta simplificación de la realidad, para la formalización del proceso inversionista, el factor de actualización, cuando las corrientes monetarias son estimadas a precios de hoy, resultaría para

el supuesto de discontinuidad: $\left(\frac{1 + s}{1 + i}\right)^{-j}$

y para el de continuidad:

$$e^{(\sigma - \rho)t}$$

Del solo enunciado de estos tipos se desprende que cuando s o σ es mayor que i o ρ , según la hipótesis de partida, el coeficiente va siendo mayor a medida que se aleja en el tiempo, lo que podría llevar al absurdo de que fuera preferible una masa monetaria disponible en el futuro, que cuando esta misma masa se dispone hoy. En efecto, si se

supone una cantidad de dinero M disponible en el momento n , llamando i al tipo de interés unitario y s al tipo unitario de inflación, a lo largo del tiempo, el valor actualizado será: $M \left(\frac{1+s}{1+i} \right)^n$

Si la disposición se produce un año antes:

$$M \left(\frac{1+s}{1+i} \right)^{n-1}$$

Pero si se cumpliera que:

$$\left(\frac{1+s}{1+i} \right)^n < \left(\frac{1+s}{1+i} \right)^{n-1}$$

resultaría que un reembolso de una misma cantidad realizado un año más tarde sería preferible a su disposición un año antes, lo que rompe toda aquella racionalidad económica que contiene la llamada “ley de la subestimación de las necesidades futuras”.

Lo mismo sucede en el supuesto de continuidad en el que una masa monetaria D disponible en el momento T dará lugar a un valor actualizado $D \cdot e^{(\sigma-p)T}$ en donde debe cumplirse que $\sigma < p$ para que exista problema económico, ya que al aumentar T debe lógicamente disminuir el factor de actualización, lo que sólo ocurre cuando se cumple la condición citada.

La presión inflacionista elemento condicionador de la inversión

El tratamiento, en el campo microeconómico, del proceso inflacionista, tiene una indudable importancia como consecuencia de su incidencia en los problemas financieros reales, al afectar, entre otros, a la magnitud de los medios monetarios que la empresa necesita para su normal funcionamiento.

En efecto, si en una situación normal, como resultado de las ventas afluye a la empresa cierta cantidad de medios monetarios, que no siempre resulta suficiente para realizar toda la gama de pagos con que la misma debe enfrentarse, como consecuencia de los proyectos inversionistas entre otros, en una situación en la que tiene lugar un incremento sostenido de los precios, el recurso a una fuente de financiación extraor-

dinaria se hace imprescindible incluso, a veces, aunque sólo se desee mantener el nivel de producción.

Es así que las empresas han visto la necesidad de aumentar los coeficientes de circulante para hacer frente, por una parte, al aumento en el coste de materias primas y productos semielaborados y costes salariales, y, por otra, al aumento no sólo del precio, sino del volumen de stocks de productos acabados, como consecuencia del casi generalizado descenso en la cartera de pedidos. Junto a estos motivos, el aumento de stocks con fines especulativos, se entremezcla y puede dar justificación a una política selectiva de créditos.

El proceso de inflación ha venido siendo, en los últimos años, uno de los problemas más destacados para la empresa. Su amplitud no parece que se reduzca sensiblemente, por lo menos a corto plazo. Efectivamente, el índice general de precios ha ido aumentando de tal manera que, en determinados países, ha llegado a ser alarmante su cuantía. Con ello, el precio del conjunto de bienes y servicios ha ido soportando sucesivos aumentos reflejados en índices medios que son los resultantes de compensaciones entre unos precios que han subido más, en detrimento de aquellos que lo han hecho en menor cuantía.

Desde el punto de vista técnico, el tipo de inflación afecta a los elementos de las corrientes monetarias de una inversión provocando aumentos progresivos en las cantidades necesarias o disponibles en el futuro. Por este motivo se producirán, en realidad, situaciones de carácter muy diverso a lo largo del tiempo, que harán inutilizables aquellos modelos, de uso tan habitual, cuyas bases de sustentación venían dadas por hipótesis tales como las de producción y venta constantes.

A esto hay que añadir, que, normalmente, la presión de la demanda, del mercado interior principalmente, ha inducido en el pasado a pensar en la utilización, por parte de las empresas, de equipos cada vez más modernos. Este hecho, provocado por la expectativa de una mayor producción llevó a la consideración formal del proceso tecnológico. Este fenómeno, que aparece ligado casi siempre a unas mayores necesidades de medios de pago, ha comportado normalmente la búsqueda y obtención de masas monetarias mediante fuentes de financiación ajenas.

Todo ello aumenta la complejidad de la situación actual que se encuentra ante expectativas futuras cargadas de un alto grado de alea-

toriedad y pendiente de la tan esperada eficacia de las medidas del nuevo Ministerio de Hacienda dentro de la política financiera que el Gobierno piensa adoptar.

Conocido es que durante el año 1973 el índice del coste de la vida aumentó en el 14,20 %. Según las informaciones que se poseen en el pasado año 1974, este índice se colocó en el 17,82 % y en 1975 en el 14,04 %, dándose los siguientes incrementos mensuales hasta la fecha:

	1974	1975
Enero	0,60 %	1,47 %
Febrero	0,33 %	0,83 %
Marzo	2,17 %	0,55 %
Abril	2,19 %	1,70 %
Mayo	1,26 %	1,18 %
Junio	0,44 %	0,27 %
Julio	1,18 %	1,54 %
Agosto	1,66 %	1,51 %
Septiembre	1,57 %	1,59 %
Octubre	0,89 %	— 0,10 %
Noviembre	2,70 %	0,76 %
Diciembre	1,32 %	1,56 %

Del análisis de estos datos se puede observar aparentes anomalías que también habrán sido detectadas en los medios autorizados, ya que se anunció extraoficialmente para 1975, una puesta al día de los componentes del índice del coste de la vida, así como una reestructuración de las ponderaciones. Esta variación no ha llegado aún.

Como es sabido el cálculo se realiza, actualmente, tomando los precios en las 50 capitales de provincia y 52 poblaciones más. Se toman en consideración 255 productos divididos en 5 grupos:

Alimentación	(124)
Gastos diversos	(51)
Vestido	(41)
Gastos de casa	(37)
Vivienda	(2)

A pesar de la aceptación de anomalías en la confección del índice su cuantía ha sido, en los dos últimos años, realmente importante.

Ante este hecho la postura de la Administración española ha parecido ahora poco eficaz, si se limita, como parece, a la vigilancia de los precios de los principales productos, incremento de la inspección en materia de disciplina de mercados y el intento de contener la demanda a través de ciertas medidas fiscales. Y la poca efectividad de este planteamiento se adivina sólo con las autorizaciones que se vio obligada a otorgar en 1974 y en 1975 de los aumentos de precios, tanto en productos de consumo (leche, pan, café, tabaco, etc.) como en los de uso industrial con las sorprendentes subidas de las tarifas eléctricas en casi un 16 % a partir del 2 de marzo de 1974 y la realizada a finales de 1975. El aumento en el precio de los colegios privados en un 16 %, el de la leche condensada, fuel-oil, azúcar, etc.

Las medidas que se esperaba promulgase el Ministerio de Hacienda, acordadas con los objetivos señalados en el Consejo de Ministros del 24 de octubre de 1974, parecían encaminados a un intento de yugular el proceso inflacionista. Ahora bien, dado que como objetivo más importante aparecía el mantenimiento del nivel de empleo, no podemos aceptar la congruencia entre la austeridad (limitación de la inflación y a través de ella de la inversión privada) y el empleo. Resulta imprescindible modificar la base de la política financiera, si se quiere evitar que los empresarios continúen sumidos en una situación extremadamente embarazosa.

Si se tiene en cuenta, además de estas cifras, las de otros países, se observa que la presión inflacionista está incidiendo de manera muy especial en Europa, tanto es así que, en determinados países como Grecia e Islandia, en 1973 el aumento del índice del coste de la vida osciló alrededor del 30 % que representa el doble del tipo habido en España. Sin embargo, en los demás países, salvo raras excepciones, las cotas de inflación se mantuvieron mucho más moderadas, oscilando entre un 6,5 % y un 10 % con un 7,9 % para Alemania y un 8,5 % para Francia.

Pero la situación Europea fue mucho más alarmante para 1974, ya que al proceso habitual de aumentos de precios ha debido añadirse la incidencia del aumento de costes de los crudos que, según datos reco-

gidos, sólo por este concepto hizo aumentar el índice general de precios en más del 3 %. Y ello a pesar de que, en el precio internacional de la mayor parte de materias primas, después de una brusca elevación, se produjo una flexión en los meses de mayo y junio de 1974 de un 17 %, lo que, sin embargo, sólo representó momentáneamente colocar estos precios al nivel que se encontraban en noviembre de 1973.

Según los datos facilitados por la O.C.D.E., en 1974, se produjo un aumento extraordinario en el índice del coste de la vida en los países miembros salvo raras excepciones como la de Alemania Federal, con un 5,9 % y Suiza con un 7,6 %. Así, mientras Italia con un 24,5 %, Japón con un 21,9 % y Yugoslavia 22 % sobrepasaron la cota del 20 %, Inglaterra la rozó con el 19,1 %, Francia, Bélgica y Dinamarca sobrepasaron el 15 % (15,2 %, 15,7 % y el 15,5 % respectivamente).

Los datos disponibles muestran que en el año 1975 el panorama ha variado sensiblemente en determinados países. Entre ellos Francia, que parece haya encontrado finalmente un camino, aunque lleno de vacilaciones, en su lucha antiinflacionista.

En la evolución reciente de este país, tan ligado económicamente al nuestro, se puede constatar que el índice calculado por el I.N.S.E.E. indicaba un aumento del 1,2 % en el mes de mayo de 1974, del 1,1 % para junio y del 1,3 % para julio, lo que llevó a un aumento del coste de la vida en los siete primeros meses de aquel año, 9,8 %. Ante este hecho no es de extrañar que el Ministro francés de Economía y Finanzas, Mr. Fourcade, anunciara en verano de 1974 una pendiente de los precios cercana al 16 %, si no se emprendía lo que él denominó una "verdadera cura de desintoxicación". A este respecto, el anuncio de las primeras medidas no se hizo esperar, en este esfuerzo para conducir la inflación a unos niveles aceptables, sin romper la expansión. Para no entorpecer este objetivo, se rechazaron las sugerencias tendentes a la indicación de los depósitos y créditos, con lo que se pensó evitar el retraimiento, sin disminución de la demanda de los mismos.

La situación en Francia a finales de 1974 era esperanzadora. El índice de precios aumentó menos del 1 % en los últimos meses llevado el acumulado a la cifra ya conocida del 15,2 % para el año 1974. La mejoría en la situación quedaba patente comparado el ritmo del aumento en el 2.º trimestre, por ejemplo, con una repercusión del 17 % anual

frente al del trimestre septiembre-octubre-noviembre con el 13,4 % de repercusión.

Con los datos actuales se puede afirmar que el índice de aumento no ha sobrepasado el 10 % para 1975, lo que hace prever un futuro de cierta estabilidad en los precios, y una cierta victoria sobre la inflación.

No se puede decirse lo mismo en relación con España. No se ha conseguido ni estabilizar el empleo, ni reducir la inflación a límites aceptables.

Hipótesis nominalistas y realistas en el estudio inversionista

Los planteamientos, que tradicionalmente se realizan en los estudios sobre elección de inversiones, pretenden obtener unos modelos cuya eficacia está supeditada a la mayor o menor concordancia con el acontecer real de las empresas.

Uno de los fenómenos que más preocupan hoy, tanto a las autoridades monetarias de los países como a los empresarios, es la incidencia en la inversión del proceso inflacionista que va, de una manera directa e indirecta, adquiriendo una relevancia especial, unas veces por el propio hecho de que los precios aumentan, lo que podría incitar a acelerar el proceso inversionista, otras veces por cuanto las medidas para luchar contra la inflación pueden llevar a frenarlo, colocando al empresario en posición expectante.

Este hecho hace reconsiderar la validez misma de los modelos realizados para la elección de las inversiones, en cuanto se refiere a su posible utilización en el actual contexto económico.

Y ello es así, por cuanto el criterio clásico generalmente admitido, según el cual una inversión es favorable cuando la corriente de cobros compensa por lo menos la de pagos más los intereses devengados por los mismos, debe ser sujeto a revisión.

En efecto, la creciente incidencia de la inflación hace que tanto los cobros como los pagos, a medida que se alejan en el tiempo van perdiendo su capacidad adquisitiva.

Por ello, no es de extrañar que, en principio, el criterio señalado pretenda ser sustituido por aquél, según el cual un objeto de la inversión es conveniente cuando la corriente de cobros le permite, además

de la recuperación de la de pagos, compensar por lo menos el tipo de interés vigente más el tipo de inflación.

Ahora bien, a pesar de la claridad de esta nueva formulación, no es conveniente aceptarla sin realizar determinadas consideraciones en torno a la misma, dado que, además, hay que tener en cuenta los tres elementos que constituyen los principales objetivos de la inversión: rentabilidad, seguridad y liquidabilidad. El proceso inflacionista afecta con mayor medida al primero dado que la rentabilidad no puede ser ajena a la capacidad adquisitiva de las masas monetarias que componen la corriente de cobros mientras que la falta de liquidez que en un momento determinado puede aparecer en el Sistema Económico, hace prestar especial atención al tercero. El concepto de seguridad plantea problemas de cuantificación, y sólo ha sido considerada, hasta ahora, en torno a la noción de riesgo. Una vez más aparece la necesidad de un análisis de los elementos que destacan en el momento económico-financiero actual, entre los que destacan el “proceso de inflación” y la “falta de liquidez en las empresas”.

La perspectiva de inflación continuada que ha adquirido en los últimos tiempos unas cotas de elevada aceleración, hace que, en el tratamiento del problema microeconómico de las inversiones se deba colocar en un lugar preferente este fenómeno, para incluirlo de manera fundamental en la modelización del fenómeno inversionista.

Por otra parte es conveniente sentar “a priori” una diferenciación según que la colocación del dinero implique la realización de pequeñas o grandes inversiones que exigen el manejo de masas monetarias que, en las actuales circunstancias de liquidez, pueden ocasionar serias dificultades al inversor, dado que la obtención de dinero debe realizarse en un mercado de capitales imperfecto, como consecuencia de la existencia de diversos tipos de interés.

Por otra parte, la imperiosa necesidad de considerar la empresa en el marco de un sistema económico que se halla en constante evolución, hace pensar en las modificaciones tanto del tipo de inflación como del tipo de interés, a lo largo del tiempo.

En un contexto tan cambiante, en el que la posibilidad de previsión se estrella, frecuentemente, con las variables medidas adoptadas por las autoridades monetarias, es muy difícil aceptar que los datos futuros pue-

den ser conocidos con absoluta certeza y, por ello, que sean considerados como parámetros.

En estas circunstancias, no es posible aceptar las hipótesis de los modelos clásicos ni siquiera las del preconizado por DEROUSSEAU, llamado de Economía progresiva, en donde los pagos derivados del coste de explotación dependen únicamente de la fecha de compra ya que supone que existe una inflación cuyo porcentaje, constante, es precisamente igual al porcentaje del progreso técnico.

Cuando el sistema económico ofrece una situación como la actual, con tipos de inflación muy elevados, se impone una determinación inequívoca previa a todo cálculo: señalar qué sentido debe adquirir el valor resultante del estudio (sea Valor Capital, Importe Anual Medio, o cualquier otro) expresado en términos monetarios. Y ello es así, dado que éste puede venir expresado en términos monetarios nominales o representar una cifra que mantenga el mismo poder adquisitivo, que en el momento de iniciar la inversión o momento de referencia.

Así, pues, en la generalidad de los modelos, cuando se renuncia a la utilización del tipo de inflación, sin hacer mención expresa de la manera de obtener las masas monetarias representativas de cobros y pagos que se producen a lo largo del proceso de inversión, cabe suponer, alternativamente dos hipótesis:

a) Las masas monetarias relativas a cada momento han sido calculadas a precios de hoy, lo que indica no se ha tenido en cuenta el proceso inflacionista. El resultado obtenido reflejará una masa monetaria a precios de hoy, es decir, que las unidades monetarias que intervienen en el proceso mantendrán el mismo poder adquisitivo. Cuando en la realidad el proceso de inflación incide en aumentos de precios a medida que avanza el tiempo, los beneficios expresados en términos nominales deberán ser superiores a la cifra obtenida.

Si se designa por M el coste de adquisición y puesta a punto del objeto de la inversión y se designa la diferencia entre pagos y cobros de explotación por $R(t)$, el Valor Capital de una inversión será:

$$V = -M + \int_0^T R(t) \cdot e^{-\rho t} dt$$

en la que V adquiere una significación de suma de masas monetarias

con el mismo poder adquisitivo, ya que en la función $R(t)$ (diferencia entre cobros y pagos en cada momento) no se ha tenido en cuenta la variación de precios debidos al proceso de inflación.

En cambio, el pago a valores nominales, con un tipo de inflación igual a σ , siempre que la $R(t)$, repetimos, haya sido obtenida a precios de hoy, deberá convertir a la integral, en:

$$\int_0^T R(t) \cdot e^{(\sigma-\rho)t} dt$$

y, evidentemente, solo al efectuarla del coeficiente $e^{-\sigma}$, es decir, cuando se transforman las masas monetarias de nominales en reales se le devuelve la primitiva forma.

b) Las masas monetarias son calculadas, en cada momento, a los precios que rigen en cada período. Es decir, la inflación incide año tras año de tal manera que los aumentos de precios se hallan ya incluidos en la función $R(t)$. En este caso, el resultado obtenido reflejará una masa monetaria que, por ser suma algébrica de elementos con distinta capacidad adquisitiva, tendrá, en términos reales, carácter heterogéneo aunque nominalmente sea una resultante homogénea.

La expresión, conocida, del Valor Capital, queda entonces descrita en términos nominales, con las dificultades que este hecho comporta. Es cuando se pretende pasar a términos reales, que es necesario adoptar un tipo de actualización también nominal, que corresponda a la suma del tipo de actualización real y del tipo de inflación. Es evidente que al hacer referencia a valores nominales, se pretende indicar que las masas monetarias de pagos y cobros han sido recogidas en su importe de cada momento, independientemente de su poder adquisitivo.

Entonces la expresión conocida del Valor Capital, comporta como suma de beneficios de explotación:

$$\int_0^T R(t) \cdot e^{-(\sigma+\rho)t} dt$$

lo que permite expresar esta masa monetaria en términos reales, con capacidad adquisitiva actual.

Finalmente cuando las masas monetarias que componen $R(t)$ son

consideradas a precios de hoy, pero se efectúa una corrección de las cifras representativas de cobros y pagos, estimando un tipo de inflación y convirtiendo la corriente real en valores nominales, aparece como Valor Capital la expresión siguiente:

$$V = -M + \int_0^T R(t) \cdot e^{(\sigma-\rho)t} dt$$

dando lugar, en este caso, a un valor actualizado homogéneo, en términos monetarios, pero con componentes de distinto poder adquisitivo. Sólo al hacer la corrección de la integral por el coeficiente $e^{-\sigma}$ aparece una masa monetaria con homogénea significación real:

$$V = -M + \int_0^T R(t) \cdot e^{-\rho t} dt$$

la cual, como no podía ser de otra manera, toma la forma clásica, tan conocida.

Aparece, pues, un enfrentamiento entre la significación real y nominal del resultado en los estudios de selección de inversiones, que puede ser resuelto por la transformación de una corriente en otra, con la correcta utilización del coeficiente de inflación.

Todo ello lleva a una curiosa pero evidente conclusión. En los estudios clásicos, al prescindir del proceso de inflación, se daban, consciente o inconscientemente, resultados en términos reales, que es, precisamente y en definitiva lo que se pretende obtener hoy, cuando el sistema económico se ve envuelto en un proceso inflacionista importante.

Hay algo, sin embargo, que la situación actual exige, que es la clarificación en los planteamientos, en donde ya no es posible soslayar los términos de los mismos, que normalmente estaban envueltos en una dudosa ambigüedad.

En efecto, no aparece siempre con la suficiente nitidez, en la utilización de los estudios clásicos, la *no intervención* del proceso inflacionista; que raramente ha dejado de tener lugar en los países occidentales de una manera permanente, aunque con distinta intensidad, después de los años treinta.

Quizás haya sido ésta una de las resultantes positivas, para el estudio del proceso inversionista, que se pueden extraer de la difícil situación

financiera actual. Con la clarificación de estos conceptos puede empezar una nueva etapa en el estudio teórico y técnico de la selección de las inversiones.

BIBLIOGRAFÍA

- ABRAHAM y THOMAS: *Microéconomie. Décisions optimales dans l'entreprise et dans la nation*, Ed. Dunod, Paris, 1966.
- BIERMAN, H.: *La préparation des décisions financières dans l'entreprise*, Ed. Dunod, 1968.
- BONNEVILLE: *Organización y financiación de empresas*, Ed. Labor, Madrid, 1949.
- DEFOSSE, G.: *La gestión financiera de las empresas*, Ed. Ariel, Barcelona, 1962.
- FRANQUET, A.: *Estudios de rentabilidad*, Ed. Deusto, Bilbao, 1969.
- FRISCH: *Maxima et minima*, Ed. Dunod, Paris, 1960.
- GUTENBERG, E.: *Financiación de la empresa*, Ed. ICE, Madrid.
- INSOLERA: *Curso de matemática financiera y actuarial*, Ed. Aguilar, Madrid, 1951.
- JEADIKE, R. K.: *Les flux financiers dans l'entreprise*, Ed. Dunod, Paris, 1970.
- LESOURNE: *Técnica económica y gestión industrial*, Ed. Aguilar, Madrid, 1963.
- NORGAARD y LONGSTREET: *La dirección financiera de la empresa*, Ed. Ibérico Europea de Ediciones.
- PEUMANS, H.: *Valoración de proyectos de inversión*, Ed. Deusto, Bilbao, 1967.
- PRIETO, E.: *Teoría de las inversiones*, Ed. ICE, Madrid, 1973.
- QUESNOT: *Administración financiera*, Ed. Labor, Madrid, 1947.
- ROBICHEK, A. A. et MYERS, S. C.: *La préparation des décisions financières*, Ed. Dunod, Paris, 1969.
- SCHNEIDER, E.: *Teoría de la inversión. Cálculo de economicidad*, Ed. El Ateneo, Buenos Aires, 1966.
- VAES, URBAIN, J.: *Técnica de la financiación de empresas*, Ed. Casanovas, Barcelona.
- WESTON, J. y WOODS, D.: *Teoría de la financiación de la empresa*, Ed. Gustavo Gili, Barcelona.
- WRIGHT, R.: *La decisión de inversiones en la empresa*, Ed. Deusto, Bilbao, 1966.

DISCURSO DE CONTESTACIÓN POR EL ACADÉMICO DE NÚMERO
EXCMO. SR. DR. MARIO PIFARRÉ RIERA

EXCELENTÍSIMO SEÑOR PRESIDENTE:
EXCELENTÍSIMOS E ILUSTRÍSIMOS SEÑORES:
ILUSTRÍSIMOS SEÑORES ACADÉMICOS:
SEÑORAS Y SEÑORES:

Es para mí motivo de gran satisfacción tomar hoy la palabra, en representación de nuestra Real Corporación, para contestar al magistral discurso de ingreso pronunciado por el recipiendario Ilmo. Dr. Don Jaime Gil Aluja.

Efectivamente, vincular a nuestras filas una personalidad tan destacada como la del Dr. Gil Aluja, a la vez que me produce una auténtica nota de orgullo ante la brillante trayectoria científica de un antiguo alumno y amigo, me permite predecir fecundas realizaciones derivadas de su colaboración en el esfuerzo científico de nuestra Real Academia.

Dotado de inquebrantable vocación de estudio sobre el tema empresarial, en su quehacer diario yuxtapone, logrando perfecta simbiosis funcional, el empirismo preciso a sus funciones directivas en diversas empresas, a la labor de investigación sobre temas conexos con el entorno de la unidad microeconómica y una infatigable labor docente. Se concluye, pues, que el recipiendario, en evidente adaptación con el más íntimo latir de nuestra Real Corporación, cuida con esmero infinito los más puros valores de la Ciencia y no desdeña jamás, ni la dificultad subyacente en la tarea de la divulgación científica, ni la eficacia de una praxis animada por los más rígidos y ortodoxos principios de la disciplina económica.

En sus primeras palabras el Dr. Gil Aluja señalaba, con gran modestia, cuan tímidamente llamaba a la puerta de esta Real Corporación, con más entusiasmo que méritos, con deseos de trabajo pero consciente

de sus limitaciones. Permítaseme, en este solemne acto, mostrar algunas de sus aportaciones a la Ciencia Económica y se obviará, orillándola, la excesiva humildad del recipiendario.

Quiero señalar, antes de empezar la exposición de sus merecimientos, que me cabe el alto honor, como antes apuntaba, de contar entre los más distinguidos y preclaros alumnos al Dr. Gil Aluja, que lo fue de la Facultad de Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales de Barcelona, en que consiguió las más eminentes calificaciones.

El Dr. Gil Aluja, que se halla en posesión al grado de Doctor en Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales, es miembro fundador de la "European Foundation for Management Development", Académico de Número de la Academia de Doctores de Barcelona, Medalla de Oro de la Escuela de Administración de Empresas de Barcelona, por su brillante ejecutoria como Director Adjunto de la misma, Officier de "L'Ordre des Palmes Academiques" de Francia. En la actualidad desempeña los cargos de Decano de la Rama de Alta Dirección Económica de la referida Escuela y de Director del Departamento de Economía de la Empresa de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de Barcelona. Es Catedrático por oposición, desde el año 1965, de Contabilidad Aplicada y Técnica de Empresas de Escuelas de Comercio. En el año 1967 obtuvo por oposición la Cátedra de Economía de la Empresa de la Universidad de Barcelona. Ha publicado numerosos artículos sobre temas microeconómicos, destacando muy especialmente los titulados "El Estudio Dinámico de la Elección de las Inversiones" (Revista Técnica Contable, febrero 1967), "Integración de los Costes en los Cálculos de Inversiones" (Revista de Economía, octubre 1966), "Los Costes de producción: Un Modelo para su establecimiento" (Revista Técnica Contable, febrero de 1967), "El Proceso Microeconómico de Inversión" (Revista de Economía, octubre de 1969), "Incidencia de la inflación en las Inversiones de la Empresa" (Revista Alta Dirección, septiembre 1974). No es preciso referenciar aquí sus múltiples traducciones y revisiones de las más importantes obras de su especialidad. Ha pronunciado, con gran frecuencia, conferencias sobre los problemas de decisión empresarial. Ha participado en Congresos y Seminarios Internacionales en Ginebra, Rotterdam, Viena, París, Amsterdam, siendo Profesor habitual de diversas Instituciones Académicas.

Es evidente muestra de la riqueza científica del Dr. Gil Aluja su magnífica disertación, en la que al disfrutar de su interesante presentación, quedamos inmersos en una provechosa meditación sobre el problema de la liquidez e inflación en el proceso microeconómico de inversión.

Ha afirmado el Dr. Gil al comienzo de su exposición que intentaba, tras un sucinto análisis de la actual situación financiera, apuntar algunos elementos técnicos que permitan fijar una política microeconómica del proceso inversionista en circunstancias coincidentes de inflación e iliquidez.

En este sentido, la primera consideración es que no debe extrañar que para el estudio del proceso inversionista, desde el punto de vista económico, se haya recurrido en el pasado a un concepto que la Matemática Financiera utiliza con frecuencia: es el del llamado “capital financiero”. En efecto, los modelos elaborados con esta base partían de la existencia de un sistema económico estacionario, lo que les llevó a considerar explícita o implícitamente, las hipótesis que se recogen en una famosa obra de ABRAHAM y THOMAS (1).

Sin embargo, el Dr. Gil Aluja, apuntaba, con gran rotundidad y clarividencia que no todas las magnitudes ni las relaciones que entre ellas se establecen, constituyen una captación perfecta de los elementos que intervienen en la realidad y las relaciones que entre ellas existen, sino que, en la mayor parte de los casos, los modelos no son otra cosa que un esquema o simplificación de la realidad.

En definitiva, pues, la importancia de la consideración de los modelos microeconómicos de inversión viene subrayada por cuanto representan un elemento constructivo formal de la realidad. Es decir, se trata de una elaboración, o mejor dicho, una reconstrucción “ex ante” de la misma mediante el proceso de modelización, como importante instrumento de investigación utilizado en las ciencias empíricas.

El campo financiero con el que la empresa se enfrenta, en los momentos actuales, se presenta con sustanciales cambios en relación con períodos anteriores, como consecuencia de las medidas adoptadas por

(1) ABRAHAM, Claude y THOMAS, André: *Microéconomie, décisions optimales dans l'entreprise et dans la nation*, Dunod, Paris, 1966, pág. 272.

los responsables de la política económica de los gobiernos, que intentan hacer frente a las convulsiones a que se ven sometidos los Sistemas Económicos occidentales.

Ciertamente la inflación y la liquidez son cuestiones que han enmarcado, con toda su virulencia, la fase depresiva del actual ciclo económico. Por ello en un momento en que las expectativas empresariales no son en absoluto favorables, al no advertirse todavía claros síntomas de recuperación de la depresión del sistema económico occidental más grave tras la segunda guerra mundial, creemos que el planteamiento propuesto es altamente atractivo y, a la vez, esclarecedor.

En efecto, no aparece siempre con la suficiente nitidez en la utilización de los estudios clásicos, la no intervención del proceso inflacionista presente en los países occidentales de una manera permanente, aunque con distinta intensidad, después de los años treinta. Quizás esta concienciación haya sido una de las resultantes más positivas, para el estudio del proceso inversionista, que se pueden extraer de la difícil situación financiera actual.

Las afirmaciones precedentes justifican por sí mismas, que se califique como altamente atractiva la temática propuesta por el recipiendario. Sin embargo, si se recuerda la enconada polémica mantenida ante la identificación del concepto de inversión entre contabilistas y economistas, resulta obvio el valor científico de la disertación del Dr. Gil Aluja, contribuyendo al esclarecimiento de un problema doctrinal largo tiempo vigente.

Cabe diferenciar, efectivamente, dos posiciones distintas en la definición de inversión. Los contabilistas conceptúan a la inversión a través de una visión estática, los economistas consideran a la inversión a través de una visión dinámica.

Para los contabilistas americanos, entre otros Finney Miller y Paton, y también para un sector de Escuelas contables italianas y francesas, la inversión se constituye por una existencia, fondo o stocks de valores y las variaciones que se produzcan en el referido stock durante un período determinado.

Para los economistas la inversión se constituye sólo por las variaciones de los fondos o stocks de valores producidas en un período determinado.

Mientras que el contabilista distingue entre “existencia” y “corriente” de aumento o disminución de aquella existencia; interesándose por

ambas, el economista se interesa sólo por el concepto de inversión como “corriente”. He aquí la visión estática y dinámica de la inversión.

Es curioso observar como el concepto contable y económico de inversión se encuentran sometidos a un proceso de aproximación a tenor del desarrollo que se ha producido en las concepciones de la doctrina contable. Basta recordar la esencia de la Teoría Dinámica del Balance formulada por Eugene Schmalenbach (1), o las soluciones contables que el Profesor Schneider preconiza para los problemas económicos de la Contabilidad Industrial (2).

La diferencia entre la definición de los economistas y los contabilistas no es sustancial. Los contabilistas contemplan el problema de la inversión desde dos ángulos distintos: el de la Estática y Dinámica Patrimonial (3). Los economistas contemplan el problema de la inversión desde un solo ángulo que es el más complejo: el de la Dinámica Patrimonial. Y no es que desconozcan la existencia del otro sector de problemática, lo que sucede es que éste corresponde a una visión muy simple que por otra parte tampoco interesa demasiado al análisis macroeconómico. La política económica de una Nación no puede, contemplar el aspecto estrictamente estático de la inversión, aun cuando su importancia sea indiscutible, sino que debe abarcar el problema de la relación intermagnitudes y sobre todo el proceso sustantivo de su financiación en el tiempo y la coyuntura, dentro de una determinada posición estructural de la economía de un país.

En este entorno polémico, la exposición del Dr. Gil Aluja adquiere un verdadero carácter esclarecedor, como antes apuntábamos. Siguiendo la línea marcada por J. M. Keynes, el beneficiario aborda el planteamiento microeconómico de la inversión en el contexto del sistema económico en su conjunto, contándose con las distintas condiciones del mismo según la tasa de inflación y las optativas diversas de la política monetaria. Es pues en este sentido en el que creemos que la temática del Dr. Gil Aluja ofrece máximo interés, intenso y actualizado, al pro-

(1) *El Balance Dinámico*, Instituto de Censores Jurados de Cuentas, Madrid, 1953.

(2) *Contabilidad Industrial*, Editorial Aguilar, Madrid, 1949.

(3) VIZENZO, Masi: *Estatica Patrimoniale*, Cedam, Padua, 1945; *Dinamica Patrimoniale*, Padua, 1947.

poner una nueva etapa de mayor acercamiento a la realidad en el estudio, teórico y técnico, de la selección de inversiones.

A diferencia de la visión puramente estática en el concepto dinámico de inversión, que es su tratamiento verdaderamente económico, no pueden permanecer ausentes componentes de la política monetaria tan extraordinariamente decisivas, interrelacionadas e influyentes como la liquidez, la inflación y la iliquidez.

Porque como afirma Euken, no puede ni debe olvidarse, que la economía nacional no está integrada por un conjunto caótico de transacciones económicas, sino por un todo armónico de interrelaciones e interdependencias entre las distintas unidades económicas, formando una gigantesca red, y es imposible estudiar separadamente cada una de las relaciones producidas por la actividad de los sujetos económicos.

Con un lujo impresionante de erudición e información el recipiendario describe, analiza y critica, sagaz y certeramente, las medidas aplicadas por nuestras autoridades económicas a los procesos de inversión, inflación y liquidez que parecen proceder de una política económica un tanto desorientada y en la que, al parecer en ningún caso, se ha conseguido el tratamiento homogéneo y unitario de la magnitud esencialmente dinámica inversión, con permanente y suficiente vigilancia de la capacidad de liquidez del sistema en relación al empresario y el nivel de inflación derivado a condicionante de precios y salarios.

Por todo ello, quiero manifestar, en nombre propio, y en el de los Señores Académicos, la más sincera felicitación al Ilmo. Sr. Dr. Don Jaime Gil Aluja, por su documentada exposición que, con toda certeza, al entramarse con la base misma de la decisión económica ha planteado supuestos, profundos e irreversibles, de fértiles reflexiones de política económica.

Finalmente, al testimoniarme nuestra cordial bienvenida a esta Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras he de pedirle que este primer contacto con la vida espiritual y cultural de la Corporación, sea el pilar sobre el que se asiente la más fecunda y duradera colaboración, en aras de una indeclinable devoción científica y actividad investigadora.

Muchas gracias por su atención.

Barcelona, marzo de 1976