

## AHORRO Y DESARROLLO ECONÓMICO

Recepción del Académico numerario, electo, EXCMO. SR. DON LUIS CORONEL DE PALMA, MARQUÉS DE TEJADA, en sesión solemne celebrada el 20 de diciembre de 1968.

### 1) *Presentación por el Presidente perpetuo de la Academia, Exce-lentísimo Sr. Don Ricardo Piqué Batlle*

Al iniciar la presentación de nuestro nuevo Correspondiente, Excmo. Sr. don Luis Coronel de Palma, Marqués de Tejada, no puedo sustraerme al impulso de evocar con nostalgia y a la vez con el más profundo respeto la figura señera de nuestro llorado maestro y Presidente de Honor Excmo. Sr. don Pedro Gual Villalbí. Era el 21 de noviembre de 1965, en este mismo Salón de Actos. Poco después de iniciada la lectura del acta relativa a la elección del Ilmo. Sr. Marqués de la Vega-Inclán, que aquel día ingresaba como numerario en la Academia, don Pedro, que presidía la sesión, divisó entre la concurrencia a nuestro recipiendario de hoy y me dijo: "Allí está el Sr. Coronel de Palma. Invítele a subir al estrado. Es una gran personalidad."

Yo sabía que el Marqués de Tejada debía acudir a otro acto coincidente con el nuestro para imponer una preciada condecoración a un buen amigo, el Sr. Alsius — que también hoy nos acompaña — y así se lo dije a don Pedro. Pero no olvidé su calificación de gran personalidad aplicada al Sr. Coronel de Palma, que hoy tenemos el honor y la satisfacción de recibir como Correspondiente de la Academia.

Licenciado en Derecho por la Universidad de Madrid en 1946, ingresaba en 1951 en el Notariado después de brillantes oposiciones, haciéndolo dos años más tarde en el Cuerpo de Abogados del Estado, pasando a prestar sus servicios primero en Gerona y luego en Barcelona, lo que habría de permitirme omitir su presentación si el protocolo académico no me obligara a hacerlo aun a trueque de herir los finos sentimientos de nuestro recipiendario.

En febrero de 1957 se le encomentaba por el entonces Ministro de Hacienda, don Mariano Navarro Rubio, la Jefatura de su Gabinete Técnico, a la par que iniciaba su gran labor en el campo del ahorro y la inversión desde el alto puesto de Subdirector General de Ahorro e Inversiones y la secretaría de la Junta de Inversiones; cargos que desempeñó con singular acierto hasta que en 1959 fue elegido para ocupar la Dirección General de la Confederación Española de Cajas de Ahorro y del Instituto de Crédito de las mismas.

La labor desarrollada por el Sr. Coronel de Palma le valió la Dirección General del propio Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro al ser este Organismo reorganizado y esencialmente transformado en 1962, cargo equiparado en categoría legal al del Subgobernador del Banco de España.

Procurador en Cortes, adscrito a las Comisiones de Hacienda y Gobernación, notoria es su vocación y actividad para que sea preciso destacarlas. Su dinamismo, su capacidad de trabajo, son axiomáticos. Y así podemos verle también desempeñando importantísimos cargos tales como Consejero del Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo; miembro de la Ponencia de Financiación del Plan de Desarrollo Económico y Social; miembro del Instituto de Estudios Políticos; vocal de la Asamblea General del Instituto Internacional de las Cajas de Ahorro; vocal del Consejo Superior de Bolsas; Presidente de la Sección Económica Nacional del Grupo de Ahorro, del Sindicato de Banca, Bolsa y Ahorro, etc.

En lo Académico, fue llamado a su seno como Correspondiente por la Real de Jurisprudencia y Legislación.

Es, asimismo, desde 1965, Consejero de Economía Nacional por designación de S. E. el Jefe del Estado, habiendo sido distinguido, entre otras valiosas condecoraciones, con la Gran Cruz de la Orden del Mérito Civil y la Gran Cruz de la Orden del Mérito Militar.

Por último, cabe destacar su gran labor como economista, su reiterada representación de España en diversas reuniones internacionales, y la calidad extraordinaria de sus numerosas conferencias pronunciadas en prestigiosas tribunas en España y en el extranjero, cuya enumeración omitimos en gracia a la brevedad de esta presentación reglamentaria de nuestro nuevo Correspondiente Excmo. Sr. don Luis Coronel de Palma, Marqués de Tejada, a quien gustosamente concedemos la palabra para dar lectura a su Discurso de Ingreso intitulado "Ahorro y Desarrollo Económico".

## 2) *Discurso del recipiendario*

EXCMO. SR. PRESIDENTE  
 ILMOS. SRES. ACADÉMICOS  
 DIGNÍSIMAS AUTORIDADES  
 SEÑORAS Y SEÑORES:

Es de rigor que las primeras palabras de un discurso académico sean expresiones de gratitud. En mi caso no se trata del mero cumplimiento de una fórmula, sino de la manifestación sincera de una convicción profunda: al otorgarme el gran honor de esta investidura no habéis obedecido a los dictados de la fría razón, sino a los generosos impulsos de la benevolencia.

Satisfacción grande y entrañable es la que siento al ingresar en tan docta Corporación por el prestigio de que goza y que ha atesorado a lo largo de los años gracias a tantos varones insignes en ciencia y sabiduría que le han dado brillo y esplendor con sus muchos méritos. Y sube de grado la satisfacción y también la gratitud por ser Barcelona la sede de esta Academia. Me siento ligado por muchos vínculos afectivos a Cataluña que es donde inicié mi vida profesional como abogado del Estado y el nacimiento de este nuevo lazo me produce sincera alegría y me coloca ante quienes tan generosos han sido conmigo en posición de incancelable deuda.

Dicho lo cual, permitidme inicie la exposición del tema elegido "Ahorro y Desarrollo Económico".

### I. INTRODUCCIÓN

Posiblemente uno de los índices más exactos para medir la profundidad de una renovación en el campo del análisis económico consista en examinar el grado en que los supuestos en que el mismo se basa han sido debatidos y puestos en duda. Pero uno de esos supuestos ha resistido, no sin modificaciones es cierto, el paso del tiempo sobre la teoría económica. Su enunciado es muy sencillo pues nos viene a decir que el desarrollo económico no es posible sin la existencia de ahorro.

Una vez pasados los "felices años 1720", en los cuales los ingenios de aquel entonces elogiaron la productividad de los gastos suntuarios, en una mezcla del fabulismo de las abejas con una versión caricaturesca de lo que

luego sería el multiplicador de Keynes, una vez transcurridos estos años, repito, y vistas las ingentes necesidades de acumulación de capital que el naciente industrialismo imponía, las implicaciones derivadas de la formación del ahorro empezaron a dejarse sentir en el mundo de la realidad y en el del pensamiento.

La teoría clásica concedió una primacía indiscutible a la formación del ahorro. Este modelo, con las interesantes revisiones que introdujo Wicksell, sobrevivió triunfante hasta que la dura realidad de la Gran Depresión de los “sombrios años 1930” dio pie a una innovación teórica radical: la doctrina Keynesiana. Rechazando e invirtiendo la relación de primacía entre ahorro e inversión característica del modelo clásico, Keynes creó una nueva concepción doctrinal: la inversión era según su criterio la variable fundamental y el mecanismo que aseguraba el equilibrio entre ahorro e inversión en la teoría tradicional quedaba roto, desplazando así el papel central del tipo de interés. De este modo surgían al primer plano las fluctuaciones de la renta nacional y los mecanismos que las determinaban.

Pero el modelo Keynesiano tampoco pudo resistir el cambio de las circunstancias y el peso de las transformaciones económicas. Sobre la base de un clima caracterizado por un desarrollo casi ininterrumpido, el interés de los teóricos se centró en los problemas del crecimiento económico. Lo curioso es que todos, o casi todos, los modelos de desarrollo económico permiten abrir una vía de conciliación entre la visión neo-clásica y la Keynesiana del ahorro; el puente queda aquí tendido gracias al doble papel de la inversión: instrumento para aumentar la capacidad productiva y generar rentas y medio de formación de capital fijo y de acumulación de ahorro.

Descendiendo por este apasionante camino del análisis económico a la realidad de nuestro país, tenemos que plantearnos la importancia de toda una serie de medidas políticas encaminadas fundamentalmente a elevar la “proporción de la renta nacional dedicada a la inversión y, por lo tanto, no disponible para el consumo”.

España ha mantenido en los últimos ocho años la tasa más alta de crecimiento del mundo occidental, tan sólo superada por el Japón. Para responder a las lógicamente cuantiosísimas necesidades de financiación, centradas en las empresas privadas y en el sector público, se cuenta con un ahorro formado en una elevada proporción en las economías domésticas o familiares. Esta dualidad entre unidades de gasto y ahorradores últimos impone el nacimiento o expansión de toda una serie de instituciones que

aceptan activos financieros primarios — letras de cambio, títulos de renta fija y acciones — a cambio de unos recursos que ellos han conseguido mediante la emisión de los llamados activos financieros indirectos, o sea, los depósitos en sus diferentes modalidades, las pólizas de seguro, los fondos de las mutualidades, etc.

Siendo el mercado financiero de tan vital importancia para la recolección del ahorro y la distribución de fondos prestables, la intervención en el mismo del Poder Público debe estar guiada por unos objetivos muy bien marcados y por el convencimiento profundo de que el empleo de medios alternativos puede plantear a veces el problema de resultados contradictorios. Desgraciadamente, a este inconveniente se le suele añadir otro. Sucede en no pocas ocasiones que el Estado utiliza, para conseguir sus propios objetivos, medios que desvirtúan el funcionamiento del mercado, o lo que es peor, lo falsean.

Es así como en el examen de los medios de incitación al ahorro empleados por el Poder Público cumple tener muy presente la necesidad de que esas incitaciones favorezcan la flexibilidad, la competencia y la transparencia del mercado financiero en lugar de entorpecerlas.

Por todo lo dicho, el esquema que pretendo seguir será el siguiente: Examinaré en primer lugar los grandes modelos teóricos que han hecho del equilibrio ahorro-inversión el eje central de su análisis. Me referiré después a la necesidad de financiación de la economía: a las necesidades generales ante todo, pero también a los problemas de asignación de los recursos financieros entre los sectores económicos, terminando esta parte con el problema, básico para el desarrollo económico español, de la financiación de las empresas. Una vez discutidas las cuestiones que presenta la necesidad de financiación, a su doble nivel, general y sectorial, abordaré el tema de la formación del ahorro. Surgirán en este último estudio toda una serie de problemas referentes al ahorro de las familias españolas, ya en activos físicos como la vivienda, ya en activos financieros. Una vez conocida la composición del ahorro habrá llegado el momento de interesarnos por los posibles medios de incitación al aumento del mismo.

Contra lo que pudiera pensarse el marco en que este ahorro se forme y las modalidades en que se plasma no son ni mucho menos neutrales. El problema, mejor dicho, “los problemas”, de la distribución del ahorro requerirán un estudio detenido en el cual estarán muy presentes los defectos y las necesidades actuales del sistema financiero español.

El trabajo se cerrará con una breve investigación de la posible utilización por parte del Poder Público de la política monetaria, de la política de la deuda pública, y de la política fiscal como medios para ajustar al máximo el sistema financiero a la tarea de incrementar la cuota de ahorro en España.

## II. LOS ANTECEDENTES TEÓRICOS

Uno de los mayores peligros que acechan a la teoría económica reside en la esperanza en ella depositada de que pueda ofrecernos soluciones de política económica. En realidad la relación entre la teoría y la práctica es mucho menos simplista. Las soluciones requieren algo más que el mero análisis económico; pero esto no exime de la necesidad de contar con un sólido esquema teórico a la hora de tomar decisiones políticas. Es más; si nos detenemos un momento a considerar los análisis empleados a lo largo del tiempo para elucidar ciertos problemas de política económica, podremos observar el diferente peso que han tenido los esquemas teóricos, los datos estadísticos disponibles y, sobre todo, las preferencias sociales básicas.

El tema del ahorro es una muestra casi perfecta de lo que acabamos de decir, y el breve repaso de los diferentes enfoques teóricos que se le han dado tiene por objetivo permitirnos comprender cómo en la actuación de los particulares y del Estado en la formación e incitación del ahorro es casi imposible separar los objetivos teóricos claros de las preferencias interesadas o simplemente rutinarias.

### a) *Ahorro e Inversión en el modelo económico clásico*

Como un destacado autor ha dicho\*, el modelo clásico es un modelo de pleno empleo. Quiere decir esto que los clásicos contemplan una economía en la cual se daban los siguientes supuestos:

Para el empresario la productividad marginal del trabajo era igual al salario real pagado por él; puesto que el trabajo constituía un sacrificio para el obrero, la utilidad marginal del trabajo era igual a la utilidad que le reportaba el salario real dominante en el mercado; por último, la renta nacional es función del trabajo y del volumen de capital existente. Este sencillo sistema permitía determinar los valores de equilibrio del salario real, del nivel de empleo y de la renta nacional real. Ello venía a significar que a un determinado nivel de empleo y salario real, todo el que deseara trabajar encontraría ocupación. O lo que es lo mismo, que el equilibrio así

determinado corresponde a un nivel de pleno empleo y que la renta nacional de equilibrio se sitúa a un nivel de plena ocupación.

El supuesto indispensable de todo este suave funcionamiento es la ley de la demanda, según la cual, a un precio más bajo la demanda de cualquier cosa será mayor que a un precio más alto. Ahora bien, esta ley de la demanda suponía precios relativos; es decir, que compramos más cantidad de un artículo cuando su precio es menor que cuando su precio es mayor porque existen los efectos llamados de renta y de sustitución.

Ahora bien, la consecuencia metodológica era que el razonamiento de los clásicos se aplicaba con absoluta corrección cuando se trataba de los salarios de un grupo determinado de trabajadores, pero podía no ser cierto cuando del nivel general de salarios monetarios se trataba. En realidad, la flexibilidad perfecta de los salarios monetarios al alza y a la baja se apoyaba en un supuesto oculto: el de que la gente sólo quiere el dinero como medio de cambio y que sólo mantendrá el que para dicho propósito precise. Ahora bien, la realidad es que muchos ahorran. ¿Implica esta constatación el abandono de la flexibilidad total de los mecanismos de ajuste del modelo clásico? La respuesta tiene que ser negativa. Y es que, según los clásicos, nadie desea mantener dinero cuando es posible darle una colocación rentable. Por lo tanto, el ahorrador adquirirá él mismo bienes si es un empresario, o si es un particular empleará su ahorro en adquirir un activo financiero rentable. Tenemos así construido un mercado de fondos prestables en el cual el tipo de interés acabará logrando la igualdad entre la oferta y la demanda; es decir, igualando el ahorro y la inversión.

Las circunstancias, sin embargo, no se armonizaban muy bien con esta descripción del funcionamiento de la economía que daba el modelo clásico y en concreto se habían observado desequilibrios monetarios. La labor del economista sueco Knut Wicksell consistió en analizar a qué eran debidos esos desequilibrios y en proponer una solución teórica que restableciera el automatismo de la economía y su capacidad para autocorregir sus propias crisis.

Según Wicksell podía suceder que el tipo de interés de mercado se situase por encima del tipo de interés natural y ello por tres razones fundamentales:

— Por haber aumentado la propensión al ahorro del público sin que las autoridades monetarias hubiesen actuado impulsando a la baja el tipo de interés de mercado.

— Porque con una oferta dada de ahorro, las perspectivas inversionistas se hubiesen reducido, habiendo actuado las autoridades monetarias en el sentido de mantener el tipo de mercado.

— Debido a que el público hubiera aumentado su propensión al atesoramiento, dadas unas ciertas condiciones reales en la economía y un determinado nivel de oferta monetaria, no satisfaciéndole por lo tanto el nivel de saldos monetarios disponibles.

En estas condiciones, el tipo de interés de mercado se situará a la larga por encima del tipo de interés natural desencadenando un proceso de reajustes que sólo tendrá fin cuando, debido al paulatino descenso del nivel general de precios, el tipo de interés monetario vuelva a coincidir con el nuevo tipo de interés real de equilibrio. En todo este diagnóstico y en los remedios recomendados por Wicksell se adivinaba un notable escepticismo frente a los supuestos más esenciales del pensamiento clásico. Para este autor los precios y los salarios monetarios eran más bien inflexibles a la baja y, por lo tanto, al modelo de pleno empleo de los clásicos venía a sustituir un esquema en el cual la deflación originaba paro involuntario. Reforzando esa carencia de automatismo, Wicksell estaba dispuesto a recomendar a las autoridades una pronta intervención a fin de ajustar los tipos de interés del mercado al nuevo tipo de interés natural determinado por las fluctuaciones de carácter real de la economía.

Estamos así muy cerca de los supuestos de los cuales partió Keynes para establecer su famosa formulación del funcionamiento de una economía moderna.

b) *Keynes y los obstáculos al pleno empleo derivados del equilibrio  
Ahorro-Inversión*

Como hemos visto, los clásicos creían en la flexibilidad a la baja de los precios y los salarios monetarios y por lo tanto pensaban que, mediante un manejo acertado de los salarios monetarios, el problema de la recesión y del paro quedarían eliminados. Algo muy distinto era lo que la experiencia le estaba enseñando a Keynes. Con esto quiero decir que en el mundo económico de este autor, el rasgo más notable era la fuerte rigidez a la baja de los salarios monetarios. El significado teórico de este hecho es muy importante, porque en cuanto se acepte hay que abandonar la posibilidad de que la economía aleje, mediante un descenso de los salarios, la amenaza

de recesiones y de paro. El acento analítico cambia y lo interesante estriba en lo que los factores de la demanda hagan y no en cómo actúan las fuerzas de la oferta.

Ya en el terreno puramente monetario, Keynes introdujo cambios igualmente importantes. A diferencia del modelo clásico en el cual el dinero sólo se demandaba como medio de pago, Keynes subrayó que el dinero podía utilizarse también como medio de mantener riqueza. Pero hay más. En el modelo clásico, el tipo de interés se determinaba por el ahorro y la inversión; en el modelo Keynesiano el tipo de interés venía determinado por la oferta y la demanda de dinero, y una vez determinado el tipo de interés, el nivel de demanda agregada de la economía quedaba fijado por la oferta de ahorro y por la demanda de inversión. Ahorro e inversión salen de nuevo a la superficie como factores determinantes de la tasa de crecimiento de la economía.

Ahora bien, a diferencia de la economía clásica, este equilibrio de ahorro e inversión planteaba numerosos problemas. Veamos por qué. Puede darse el caso, decía Keynes, de que el ahorro sea mayor que la inversión incluso con un tipo de interés nulo y en este caso el pleno empleo es absolutamente imposible. Dicho en términos un poco más técnicos esto significa que existe una cierta falta de elasticidad del ahorro y de la inversión. Y esto es importante debido a que la consecuencia lógica de esa falta de elasticidad es que los ajustes realizados en los precios y en los salarios tienen que ser más fuertes que lo que serían si ahorro e inversión fuesen más elásticos.

Discutir aquí y ahora todas las complejas ramificaciones de este supuesto nos obligaría nada menos que a un estudio del modelo Keynesiano completo, y esto nos apartaría de la exigencia de brevedad que deben cumplir estas sencillas coordenadas teóricas. No hay que olvidar que nuestro objetivo es situar toda la problemática del ahorro dentro de un esquema teórico que la haga más asequible. Veamos ahora una complicación que el modelo Keynesiano no había tenido suficientemente en cuenta.

### c) *Las modificaciones Hicken-Hansen al modelo Keynesiano*

Lo que el análisis efectuado por J. R. Hicks y A. Hansen viene a añadir al esquema teórico de Keynes es lo siguiente: Supongamos que se produce una reducción en la propensión al ahorro, lo cual produce un incremento en la demanda de bienes de consumo y origina aumentos en las

rentas y en el nivel de empleo. Esto pone en marcha el conocido proceso multiplicador por el cual este exceso de rentas origina posteriores incrementos en el consumo y en la inversión y así indefinidamente. Ahora bien, todo ello supone un volumen de producción mayor, lo cual requiere a su vez mayores saldos de dinero por motivo de transacciones. Si las existencias de dinero no han aumentado sensiblemente, debido quizás a que las autoridades monetarias lo han impedido por motivos equivocados, los poseedores de dinero mantenido por motivos especulativos lo emplearán para realizar sus transacciones más corrientes, lo cual motivará un alza en el tipo de interés que amenazará la inversión, estimulará el ahorro y retendrá el aumento de la producción. En realidad las conclusiones no son tan drásticas como este simple enunciado pudiera hacer creer. Por un largo razonamiento que me permitirán no siga aquí, lo que vemos es que los efectos multiplicadores, justamente famosos en el modelo Keynesiano, no son tan fuertes como pudiera parecer; que un desplazamiento en la curva de ahorro o de inversión tiende a autocorregirse por medio de una alteración en la demanda de transacciones vía tipo de interés; y que las diferentes modalidades de financiación tienen su importancia a la hora de influir sobre el nivel de la renta nacional.

d) *Los modelos de desarrollo económico y el problema de la acumulación de capital*

La preocupación por el desarrollo económico manifestada durante el último cuarto de siglo por los gobiernos de cualquier carácter ha promovido espectaculares resultados. Y lo más destacable, en mi opinión, no es sólo que esos resultados se hayan manifestado en el terreno económico, que era lo que se buscaba, sino que, debido a la complejísima interrelación entre fenómenos económicos y fenómenos sociales, se han originado cambios radicales en las formas sociales de estratificación, en los hábitos psicológicos, y en los criterios de valor, de una fuerza incalculable.

Pero volvamos al terreno económico para repasar los problemas que al ahorro plantean todos estos modelos llamados de crecimiento. Dejemos a un lado el modelo clásico de desarrollo, cuyas conclusiones pesimistas pueden y deben rechazarse en cuanto admitamos que la acumulación de capital es susceptible de superar la tasa de crecimiento de la población, escapando así definitivamente del estado estacionario como de la meta fatal hacia la

cual camina la economía. Tenemos ahora que plantearnos las afirmaciones de Keynes como punto de arranque de todos los modernos esquemas del crecimiento.

Partiendo del supuesto de que la productividad marginal del capital era bastante inelástica, Keynes analiza la falta de oportunidades de inversión en una economía desarrollada en relación a su ahorro, lo cual originaba el descenso en la renta y el empleo, ambos precisos para eliminar la acumulación de ahorro productora de saturación de capital. Pero ante este razonamiento Keynes mantuvo un prudente pesimismo que pareció encontrar su confirmación en la Gran Depresión. La tesis de A. Hansen, destacando la inexorabilidad del estancamiento como consecuencia del fallo en los impulsos a la inversión nacidos del descenso del ritmo de crecimiento demográfico, del cierre de las fronteras geográficas y de la ausencia de un clima propicio a la innovación tecnológica, representó un sólido puntal a las opiniones favorables a la tesis del estancamiento.

Ambas tesis, sin embargo, la de Keynes y la de Hansen, presentaban puntos débiles muy claros. El fallo de Keynes residía en su ceguera para percibir que el crecimiento de la renta puede impedir la saturación de capital. El de Hansen en que no es cierto que el crecimiento rápido de la población origine un estímulo automático en la inversión.

Los obstáculos a la falta de oportunidades para la inversión no son inevitables cuando consideramos "las oportunidades de inversión ligadas a la necesidad de *ampliar* el volumen de capital". La solución ofrecida por E. D. Domar afirmaba la necesidad de que las ampliaciones en la capacidad productiva de la economía hallasen un ritmo de crecimiento de la demanda susceptible de provocar su total utilización, con lo cual el ritmo de desarrollo de la economía quedaría asegurado. El problema residía en que debía asegurarse que el ritmo de ampliación de capital, con una relación capital/producto dada, fuese el adecuado para originar un ritmo constante de desarrollo con pleno empleo.

Y era en este punto donde R. F. Harrod se mostró decididamente pesimista, y lo era, entre otras cosas, porque estimaba muy fácil que, por una serie de circunstancias que no hacen aquí al caso, la inversión planeada superase al ahorro planeado.

Se abría así una larga y fructífera polémica en el terreno teórico de los modelos de desarrollo, todavía sin cerrar, y a la que los últimos esquemas del progreso técnico en el desarrollo económico han dado nueva vitalidad.

Ahora bien, lo que aquí hemos querido destacar es que la dualidad ahorro-inversión ha sido siempre el motor impulsor del desarrollo económico, y que las deficiencias del uno o de la otra han engendrado desequilibrios que han llegado a provocar depresiones desastrosas. La moraleja de este breve recorrido teórico, es a mi modo de ver, la ineludible necesidad de contar con una política económica que, una vez evaluadas correctamente las necesidades de financiación de la economía, sepa poner en práctica los medios más eficaces para lograr la cuota de ahorro necesaria, actuando sobre el sistema financiero con la suficiente flexibilidad para que la distribución del ahorro sea lo más eficaz posible, económica y socialmente.

### III. LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

#### a) *Las necesidades generales de financiación de la economía*

Al hablar de necesidades generales de financiación nos estamos refiriendo a la demanda de inversión de la economía e implícitamente a la capacidad de ahorro del país, a la cual se suele añadir la financiación exterior que el equilibrio de la balanza de pagos sea capaz de tolerar en cada caso. La necesidad de equilibrio a largo plazo se revela como un condicionamiento insoslayable del crecimiento, ya sea en su vertiente interior, ya sea en su aspecto exterior tal como se refleja en la balanza de pagos. Incremento de la inversión y necesidad de mantenimiento del equilibrio interno y externo se muestran, pues, como metas a alcanzar si se quiere lograr un desarrollo firme y continuado de la economía.

TASA MEDIA ANUAL DE CRECIMIENTO DEL P.N.B. A PRECIOS CONSTANTES DE  
ALGUNOS PAÍSES DE LA O.C.D.E.

Estados Unidos (1960-66)	5,0
Alemania Occidental (1960-66)	3,5
Italia (1960-66)	5,5
Francia (1960-67)	4,7
Reino Unido (1960-65)	3,3
Japón (1960-66)	9,3
España (1960-67)	6,9

Fuente: O.C.D.E.

Equilibrio interno, en efecto, puesto que la tasa de crecimiento de los países industrializados de occidente, competición en la que España ha venido ocupando el segundo lugar después del Japón, seguida de Italia, Estados Unidos y Francia, ha originado presiones inflacionistas reflejadas en aumentos de los precios de importancia diversa. Es así que *los Gobiernos de todos estos países han buscado por diversos caminos la puesta en práctica de políticas económicas destinadas a corregir esa presión de los precios sin frenar el desarrollo. Naturalmente la piedra angular de todas estas políticas consiste en impedir que el consumo privado y público crezca a mayor ritmo que los recursos.* O utilizando otra fórmula para decir exactamente lo mismo: las autoridades han intentado por todos los medios a su alcance incrementar la cuota de ahorro del sector privado y también, aunque muchos estén en este caso menos convencidos que en el anterior, del ahorro público.

En esta reflexión sobre las necesidades de financiación ocupa un lugar especialmente importante el problema de la autofinanciación, y más concretamente el de la autofinanciación de las empresas industriales.

Queda así trazado el esquema lógico que seguiremos. Las necesidades de financiación, que han sido elevadas en el pasado, continuarán aumentando en el futuro dado el firme convencimiento por parte de todos los países de que una inversión sin cesar creciente es la mejor garantía de su desarrollo. Por lo tanto la demanda de ahorro para financiar esos procesos de inversión aumentará paralelamente. Ahora bien, estas fuertes tasas de crecimiento pueden originar, y de hecho así ha sucedido, peligros inflacionistas, para evitar lo cual las autoridades han ensayado numerosas medidas de política económica. Dentro de esa amplia gama de medidas e instituciones utilizadas para asegurar la estabilidad del crecimiento, el funcionamiento flexible del sistema financiero cobra especial relevancia en vista de la delicada tarea que le está encomendada; tarea que consiste sencillamente en allegar los fondos necesarios para financiar el desarrollo y distribuirlos de la manera más eficaz posible. Sin embargo, existe otro medio importante de financiar los procesos de inversión. Me estoy refiriendo, claro es, a la financiación interna. A pesar de sus ventajas, bien pudiera suceder que este método fuera inferior al de financiación por medio del mercado a la luz de los criterios de rentabilidad y eficacia en la asignación de recursos. Después de discutir ventajas e inconvenientes del sistema de autofinanciación, haremos referencia al caso concreto de nuestra Patria, viendo cuál es la situación

de las empresas españolas y los inconvenientes y ventajas de una tasa de financiación que en comparación con la de otros países resulta bastante baja.

b) *Problemas de asignación de recursos entre los sectores económicos*

El sistema financiero tiene como función distribuir los recursos por él recogidos entre los agentes económicos que los necesitan para invertir, creando así un proceso de interrelaciones múltiples entre la demanda de inversión y el coste y la disponibilidad de los recursos. En nuestras economías occidentales dicha asignación se realiza a través de los mecanismos del mercado. Pero las necesidades que sienten las autoridades ya sea de influir sobre la oferta de fondos, ya de desviar la demanda de los mismos, hacen que el modelo de funcionamiento del mercado no sea nunca puro y que al estudiarlo debamos tener en cuenta que, cuando menos, el Gobierno suele intervenir de tres formas:

- Alterando, por razones políticas y sociales, el libre juego del mercado financiero y desviando recursos en función de prioridades por él establecidas.
- Interviniendo, al menos en teoría, para asegurar que los intermediarios financieros cumplen eficazmente su papel de transformación y son capaces de satisfacer las demandas de financiación de los agentes económicos.
- Actuando como vigilante de que el funcionamiento del mercado de capitales no pone en peligro la estabilidad y el crecimiento de la economía.

La eficacia del Estado en el cumplimiento de esa triple misión nos dará la medida, primero, de su capacidad para influir en el proceso de determinación de las necesidades de financiación de la economía; segundo, y como proceso paralelo, de su agilidad para propiciar el proceso de formación del ahorro más conveniente a la satisfacción de la financiación de la inversión, y, por último, de su decisión para intervenir en el funcionamiento del mercado de capitales, influyendo en caso necesario sobre los mecanismos espontáneos del proceso de distribución del ahorro en aras a una mayor eficacia general y sectorial de la estructura industrial.

Pero una vez dicho esto parece que si hubiéramos admitido dos supuestos previos importantes: ¿es necesaria o beneficiosa la competencia que el

Estado hace al sector privado ya sea en la asignación de recursos financieros a los agentes de la economía, ya sea decidiendo o influyendo sobre la estructura de la inversión?; segundo, aceptada la necesidad de la intervención del Estado en las economías modernas, ¿no debe el Sector Público aceptar unas reglas de juego que preserven la máxima agilidad del sistema financiero en la asignación de recursos a los empleos más rentables una vez satisfechas unas inversiones cuyo carácter social — educación, sanidad, transporte, etcétera — las hace permanecer fuera de los criterios de rentabilidad comunes?

Estas dos preguntas son lo suficientemente importantes en mi opinión, como para detenernos un momento a intentar situarlas en su justa perspectiva.

Respecto al primer punto es indudable que las autoridades gozan de una posición privilegiada. Su manejo del sistema fiscal les permite fijar su ahorro bruto. Pero, además, en caso de que su cuenta de capital se salde con una necesidad de financiación, es muy probable que se aseguren de forma prioritaria, cuando no obligatoria, la colocación de sus emisiones en el mercado de capitales. A esta circunstancia se añade no pocas veces el convencimiento por parte de las mismas de que la prioridad social por ellas concedida a determinadas inversiones supera el coste económico de los recursos que sus sistemas oficiales de otorgar crédito absorben. Por añadidura, las rigideces del sistema financiero de algunos países justifican el intervencionismo decidido del Gobierno, sin atender a la posibilidad de que parte de las previsiones a que ha estado sometido el equilibrio de la inversión-asignación del ahorro en países como el nuestro se deban a la creciente absorción de recursos reales y financieros por parte del Estado.

En gran parte este fenómeno se ha debido al modelo de desarrollo que desde la década de los cincuenta ha venido imponiéndose en la Europa Occidental. Convencidos de la importancia de las prioridades que rodean a la inversión pública y de la falta de adecuación de los criterios de mercado en el caso de inversiones de carácter social, las autoridades han tendido a olvidar verdades tan importantes como la de que los recursos son escasos, o la de que en numerosas ocasiones el Estado pone su capacidad de influir en los criterios de asignación del mercado de capitales a disposición de empresas que actúan en realidad con todas las notas de una sociedad privada y que sólo por accidente histórico o debido a criterios muy discutibles han pasado a formar parte de entes económicos más parecidos a las sociedades de cartera

privadas que a cualquier otra cosa. Es claro que al actuar así el Estado distorsiona el funcionamiento espontáneo del mercado de capitales, sin que ello redunde siempre en una mejor asignación de los recursos financieros. Quizás el camino más adecuado resida en la decisión por parte del Poder Público de determinar claramente las actividades o sectores económicos necesitados de subvención, respetando en general el tipo de interés dominante en el mercado y no complicando los circuitos financieros a través de los cuales el Estado detrae recursos del sector Privado para devolverlos después; hacer uso de los instrumentos clásicos de la política monetaria de tal forma que la generación de fondos públicos sea una consecuencia del control monetario y no un obstáculo, y, simultáneamente, incitar al público a que coloque sus ahorros en fondos públicos ofreciéndole plazos de amortización más cortos, tipos más elevados, facilidades de negociación de los títulos y utilizando todas las restantes técnicas fácilmente imaginables.

Acabamos de ver cómo una de las razones que justifican la intervención del Estado en el funcionamiento espontáneo del mercado de capitales es su creencia en la necesidad de favorecer una determinada estructura de la inversión.

Aun cuando la variedad que en este punto se observa entre los principales países industrializados de Occidente podría aconsejar el abstenernos de cualquier afirmación, un examen más cuidadoso de las cifras permite obtener una idea, siquiera sea muy general, de la composición por agentes que durante los últimos siete u ocho años ha adoptado la formación bruta de capital fijo en algunos países.

COMPOSICIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO  
(media de cada período)

	% Administraciones Públicas	% Empresas Públicas	% Sector Privado
Estados Unidos (1958-1965)	16	4	81
Alemania Occidental (1958-1965)	15	85	
Italia (1958-1965)	13	12	75
Francia (1958-1965)	12	25	63
Reino Unido (1958-1965)	12	31	57
Japón (1958-1965)	16	13	71
España (1958-1965)	16	85	

Fuente: O.C.D.E. Y CUENTAS NACIONALES DE LOS RESPECTIVOS PAÍSES

Podemos comprobar así cómo los diversos órganos que componen la Administración Pública de estos países contribuyen con una parte relativamente modesta al proceso de formación de capital fijo, participación que oscila entre el 12 y el 16 por ciento. Pero estas cifras adquieren un matiz diferente cuando se relacionan con la inversión efectuada por toda esa amplia gama de instituciones englobadas en la denominación de Empresas Públicas. Vemos entonces cómo, salvo en los Estados Unidos, la participación del sector público oscila entre el 35 y el 40 por ciento de la formación bruta de capital fijo.

Quedaría aún por investigar la división de esa inversión pública entre inversión productiva e inversión improductiva. Sucede, sin embargo, que esta dicotomía tiene un aire tradicional muy poco en consonancia con las realidades de los tiempos modernos. Muy pocos son los que hoy en día sostienen todavía que los gastos en educación constituyen una inversión improductiva. En los modelos más recientes de acumulación de capital, en todos ellos figura en lugar destacado la innovación tecnológica. Por otra parte, en un estudio justamente famoso\*, el economista americano Edward Denison, ha intentado cuantificar la importancia relativa de los factores que han contribuido al crecimiento en la producción hombre-hora en los Estados Unidos durante el período 1929-1957. El aumento en el nivel de educación supone un 30 por ciento del aumento total de la producción. Este dato ahorra posteriores comentarios.

Lo que no podemos, sin embargo, ignorar son las consecuencias que sobre la asignación de los fondos prestables tiene este peso de la inversión pública y su composición. Pero permítasenos encarar ahora los problemas suscitados por la financiación de la inversión privada.

c) *Un problema clave para el desarrollo español: la financiación de las empresas*

En las economías de todos nuestros países la inversión del sector privado recae esencialmente sobre las empresas. La financiación es problema acuciante para muchas economías y la nuestra no es excepción a esta tónica general. En efecto, los últimos años con su fuerte crecimiento impusieron un ritmo de inversión a las empresas españolas que éstas lograron financiar recurriendo cada vez en mayor proporción a la financiación externa, sobre

todo a los créditos bancarios. Cuando la necesidad de frenar una demanda global que pulsaba con excesiva fuerza obligó a las autoridades a imponer un límite al crecimiento del crédito, las numerosas deficiencias de la estructura financiera de nuestras empresas salieron a la luz. Pero estas deficiencias se agravaron igualmente por otro lado. El proceso de redistribución de rentas, que durante el período mencionado se ha estado efectuando en la economía nacional, se tradujo en unos aumentos de los costes salariales que la fuerte competencia interna y externa impidió se trasladasen a los consumidores bajo forma de aumentos sustanciales de los precios de los productos industriales. La consecuencia inevitable era que las dos hojas de esta tijera debían recortar inexorablemente la capacidad de las empresas españolas para financiar en proporción creciente sus procesos de inmovilización.

En un primer estudio sobre este tema efectuado por el Banco de España el año pasado, se analizaron los balances de 193 grandes empresas en el período 1963-1965. Estas empresas presentaban unas características financieras que estimo conveniente describir siquiera sea muy brevemente:

#### ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS GRANDES EMPRESAS INDUSTRIALES

(media 1963-1965)

FUENTES:	Posición en millones de ptas.	Porcentajes
Financiación Interna Bruta	117.966	24,6
Financiación Externa:	360.653	75,4
Acciones	151.031	31,6
Obligaciones	77.164	16,1
Préstamos a Medio y Largo Plazo	39.077	8,2
Créditos a Corto plazo	92.030	19,2
Otras fuentes	1.291	0,3
TOTAL	478.619	100,0

EMPLEOS:		
Inversión Fija Bruta	325.209	67,9
Existencias	63.491	13,2
Inversiones Financieras:	89.919	18,9
Inversiones Financieras a Largo Plazo	28.259	5,9
Activos Líquidos	14.736	3,1
Créditos Comerciales	46.924	9,9

Fuente: BANCO DE ESPAÑA.

Del total de los recursos de las grandes empresas recogidas en esta muestra, sólo una parte muy pequeña, el 24,6 es autofinanciación. De la financiación externa, las acciones suponen la partida más importante, un 31,6, y el crédito a corto plazo supera a las obligaciones como medio de financiación, un 19,2 frente a un 16,1 por ciento.

Esta estructura financiera de las Empresas españolas destaca notablemente si se la compara con la de otros países de la O.C.D.E. en un período de tiempo más o menos parecido.

FUENTES:	España	Alemania	Francia	Italia	Japón	U.K.	U.S.A.
Financiación Interna:	25	62	55	46	25	53	67
Financiación Externa:	75	38	45	54	75	47	33
Acciones	31	11	12		10	14	2
Obligaciones	16	13	17		2	8	7
Préstamos a M. y L. Plazo	8				15	—	—
Créditos a Corto Plazo	19	14	16		48	6	5
Otras fuentes	1			—			9
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100

EMPLEOS:							
Inversión Fija	68	75	60	79	43	56	66
Existencias	13	6	12	24	9	13	7
Inversiones Financieras:	19	19	28	—3	48	31	27
Inversiones Financieras a Largo Plazo	6	—	—	—	7	18	—
Activos Líquidos	3	—	—		11	—	3
Créditos Comerciales	10	—	—		24	—	15

Fuente: O.C.D.E. Y BANCO DE ESPAÑA.

De estos datos se deduce que las empresas españolas financian el total de sus activos con fondos propios en proporción notablemente inferior a la del resto de los países desarrollados, excepto el Japón quien en 1961-1964 consiguió una tasa de autofinanciación tan sólo del 25 por ciento.

El país que más se acerca después a España es Italia con un 46 por ciento, quedando muy lejos de naciones tales como Alemania y Estados Unidos, en las cuales las empresas se autofinancian en proporciones tan elevadas como el 62 y el 67 por ciento.

Como el propio Banco de España señala, esta bajísima tasa de autofinanciación origina problemas muy serios.

En efecto, al tener que recurrir fuertemente al sistema financiero sucede que los fondos prestados por éste han de aumentar rápidamente. Ello no supondría mayor peligro si la economía estuviese encauzando hacia el mercado de capitales un volumen de ahorro suficiente. Desgraciadamente éste no ha sido el caso en nuestro país y únicamente ha sido posible atender a las necesidades de financiación de las empresas mediante una creación de dinero de carácter inflacionista. Por otro lado, la existencia de empresas obligadas a realizar cuantiosas inversiones ha exigido, dada su baja tasa de autofinanciación, el dedicarles una parte creciente del mercado de emisiones, en detrimento de las posibilidades abiertas a otros sectores de recurrir al mercado de valores. ¿Cabe concluir que la autofinanciación es el único camino abierto a la expansión industrial, o por lo menos el más conveniente?

Responder a esta interrogante exigiría un estudio mucho más detallado del que aquí cabe hacer sobre las ventajas e inconvenientes de la autofinanciación en la inversión de las empresas. Creo con todo que deben fijarse algunos conceptos y aclarar algunos puntos para así fundamentar mejor nuestra opinión.

Hay que decir ante todo que el continuo crecimiento de las tasas de inversión, tanto en nuestro país como en las grandes naciones industriales que hemos citado, ha impuesto la opinión generalizada según la cual la insuficiencia de la autofinanciación pone en peligro ese proceso de inversión justamente calificado de motor del desarrollo. No son la realidad española ni las cifras que la reflejan las que nos harán cambiar de opinión, más bien lo contrario, pero me van a permitir que por un momento asuma el papel de abogado del diablo y someta a examen la multitud de complejos factores que nos deben obligar a matizar nuestros juicios — ¿debería decir “prejuicios”? — en favor de la autofinanciación.

El problema del equilibrio óptimo entre autofinanciación y financiación externa puede contemplarse desde ángulos diversos. Las afirmaciones de los empresarios respecto al tema tienen que examinarse muy cuidadosamente, llegando incluso a emplear los más modernos métodos del análisis semántico para situar esas opiniones en su justo lugar. Me explicaré.

Parece evidente que, en cuanto depende de los beneficios obtenidos, el nivel de autofinanciación siempre será, en su opinión, bajo. Pero hay más, este nivel puede considerarse bajo ya sea por reflejar un nivel de beneficios que se estima insuficiente o porque, como ocurrió en España en 1966, el acceso al crédito se endurezca.

Por otro lado, podemos escuchar opiniones divergentes respecto a un mismo nivel de financiación interna. Unos empresarios lo considerarán alto, otros normal, otros, en fin, bajo. Y en ello no habrá inconsecuencia alguna, sino el hecho de que ese nivel ideal es función del tipo de industria, de la coyuntura económica general, de los criterios financieros habituales, de los procesos de inversión o de las necesidades tecnológicas por las que atraviesa la industria en general o en particular, etc.

Pero hay más, este mismo proceso ofrece panoramas y posibilidades muy diversas para las autoridades financieras. En efecto, puede muy bien suceder que los criterios generales que en un momento determinado convengan más a la generalidad del país en materia, por ejemplo de inversión, sean contrarios a los deseos o las conveniencias de una industria o grupo de industrias determinado. Es obvio por otro lado que los criterios que sobre beneficios, distribución de dividendos, y cargas fiscales tienen empresarios y autoridades divergen con una cierta frecuencia. Por último, las necesidades generales de planificación pueden hacer que la autofinanciación aparezca como insuficiente en un momento dado y como excesiva en otro.

Estos tres casos no son puras especulaciones teóricas sino que se justifican en la historia económica de algunos países europeos en los últimos años.

Así, por ejemplo, los gobiernos alemanes de la posguerra, buscando una redistribución de la renta nacional han mirado con no muy buenos ojos los excesivos beneficios acumulados por las empresas. Su política general se ha orientado en no pocas ocasiones en favor de una tasa de autofinanciación de las empresas más baja y por consiguiente por un mayor ahorro de las economías domésticas, todo lo cual realizaba el papel catalizador que el mercado de capitales desempeña en los procesos de financiación. Las autoridades francesas, al contrario, se han mostrado decididas partidarias del

aumento de la autofinanciación como garantía de una política de inversión cada vez más necesaria para cumplir los objetivos de su V Plan de Desarrollo.

Mi papel como abogado del diablo habrá tenido éxito si he conseguido desvanecer esa especie de aureola mágica que rodea a las tasas elevadas de autofinanciación. No todo va bien necesariamente cuando las empresas exhiben una financiación interna elevada. El problema es mucho más complejo y a la hora de pronunciarnos en pro o en contra debemos hacer intervenir en nuestro juicio muchas más variables de las que habitualmente se tienen en cuenta.

Aun cuando no pretendo referirme a todas ellas voy a intentar resumir mis opiniones sobre este punto. Existen dos escuelas de pensamiento diametralmente opuestas a la hora de juzgar la bondad de la autofinanciación como medio de asegurar una elevada tasa de inversión. La primera opina que este procedimiento de financiación debe seguir ganando en importancia. Los que así piensan deploran las dificultades que durante los últimos años han originado los aumentos de los costes salariales, critican la fiscalidad que pesa sobre la empresa y los intervencionismos estatales en materia de precios. En su opinión, la progresiva deteriorización de los márgenes de autofinanciación supone una pérdida de "independencia" por parte de las empresas. Si éstas comprenden que las autoridades no respaldan su política de ahorro, es muy posible que se produzca una caída brusca del nivel de ahorro del país. No olvidemos, dicen los expositores de esta forma de pensar, que las rentas repartidas a los accionistas vía los dividendos tienen una elevada probabilidad de acrecentar el flujo de consumo. Además, en no pocos países, la autofinanciación es condición necesaria para el crecimiento de la empresa, para una mayor atención a los procesos tecnológicos más modernos y, por último, para que, conseguida una talla crítica, pueda recurrir al mercado financiero con nuevas emisiones.

Hemos mencionado el mercado financiero porque así enlazamos con el núcleo central de las objeciones que la segunda manera de ver el problema presenta a la financiación interna. Esta segunda óptica abarca a todos aquellos que, por una u otra razón, desean ver realizado el papel del mercado de capitales. Veamos sus razones.

No se trata solamente de que los aumentos de costes salariales que tan decisivos han sido a la hora de disminuir la autofinanciación, reflejen un hecho positivo cual es la redistribución de rentas, sino que las empresas que

mantienen una tasa de financiación interna elevada no se someten al “chequeo” de la contabilidad relativa de sus inversiones que la competencia en el mercado de capitales en busca de fondos las impondría. Pero existe otro factor negativo, añaden; en una economía en la cual las empresas están en condiciones de ignorar los tipos del mercado, una parte muy importante de la inversión global tiende a reinvertirse dentro de las actividades de la misma empresa, restando de esta forma agilidad a las posibles modificaciones que la planificación del desarrollo o las innovaciones tecnológicas impongan en la estructura de la inversión nacional. Los dos argumentos confluyen para afirmar que la autofinanciación retira cuantiosos fondos de la circulación en beneficio de unas pocas empresas, en lugar de permitir que sean las empresas más dinámicas las que los obtengan pujando por ellos en el mercado de capitales. En algunos países, Gran Bretaña, por ejemplo, las empresas más dinámicas ofrecen una tasa de financiación interna relativamente baja. Las consecuencias para el mercado de capitales no son, pues, muy beneficiosas. Con unas empresas que financian sus programas de inversión mediante fuentes internas, las emisiones en el mercado de capitales serán relativamente escasas. Este encogimiento del mercado hará que disminuya el flujo de ahorro hacia él canalizado. Con un mercado tan raquíptico, las necesidades que algunas empresas en concreto o la mayoría de ellas en épocas determinadas, por las necesidades de efectuar inmobilizaciones muy cuantiosas, sientan, desencadenarían el peligro de aumentar su dependencia respecto a los bancos o al capital extranjero, circunstancia que agravaría aún más las dificultades del mercado de capitales. Por último, desde el punto de vista del Ministerio de Hacienda o del Banco emisor, una tasa elevada de financiación interna presenta dificultades considerables al funcionamiento eficaz de la política monetaria, al eximir de las presiones expansivas o restrictivas de las autoridades a un agente con decisiva influencia en el comportamiento coyuntural del gasto agregado.

A la vista de todas estas ventajas e inconvenientes, ¿cuál debe ser nuestro juicio sobre la situación de la estructura financiera de las empresas españolas? A la luz de todo lo dicho parece indudable que la tasa de autofinanciación es excesivamente baja. Aun cuando, como el propio Banco de España advierte, la muestra de 193 empresas puede ofrecer resultados sosegados, no parece aventurado pronosticar que la tasa media de financiación interna de las empresas españolas se sitúa en la actualidad entre el 30 y el 35 por ciento. Ello las hace excesivamente sensibles, frágiles diría yo, a los

vaivenes de la política crediticia, ya se deba ésta a imposiciones de la autoridad monetaria o a la coyuntura particular de los bancos. Por otra parte y simultáneamente el sistema financiero debería encontrar algún medio de proporcionar a nuestras empresas financiación a plazos más largos de los actuales. Desde otro ángulo, toda medida encaminada a liberar a algunos intermediarios financieros de las restricciones legales que coartan su libertad de empleo de sus recursos financieros favorecía el auge de un mercado de capitales que, debido a causas que todos Vds. conocen mejor que yo, no desempeña en la actualidad el importante papel catalizador que sería deseable.

#### IV. LA FORMACIÓN DEL AHORRO

Una vez examinadas las necesidades de financiación de la economía, vistos los problemas que plantea la asignación de los recursos financieros entre los diversos sectores que la componen, y habiendo reflexionado sobre las agudas tensiones a que está sometida la inversión de las empresas industriales en España debido a una estructura financiera peligrosamente desequilibrada hacia la financiación externa a corto plazo, corresponde enfrentarnos ahora con la formación del ahorro, esencialmente del ahorro privado, comentando su composición y meditando sobre los medios de estimularlo.

Dada la metodología que me he propuesto mantener en todo el trabajo, me referiré ahora a los problemas de formación del ahorro desde un enfoque puramente estructural, dejando para la última parte la discusión de medidas de política fiscal y monetaria concebidas para favorecer el ahorro por medio de ajustes cíclicos en el consumo agregado de la economía.

##### a) *La formación del ahorro privado*

Si examinamos la estructura de los cuadros de flujos de fondos de aquellos países de la O.C.D.E. (EE.UU., Francia, Japón, Alemania, Italia, Reino Unido y Bélgica) que han llegado a disponer de una contabilidad financiera dotada de un detalle de sectorización suficientemente grande, notaremos en seguida una gran similitud. En todos ellos el Sector Economías Domésticas definido, es cierto, de una forma no homogénea — sobre todo porque unos países incluyen, y otros no, en Economías Domésticas o

Familias a los Empresarios individuales — constituye el principal suministrador neto de recursos financieros para las Empresas, que son la fuente esencial de demanda neta de dichos recursos variando la actuación del sector público de país a país y dentro de cada uno de ellos según la coyuntura presupuestaria.

Esta posición de suministrador único o casi único de Fondos preestables realza la importancia del ahorro de las Familias como factor clave de las variaciones en la asignación de recursos y en la formación de capital y le sitúa con una especie de pararrayos estratégicamente colocado para que en él incidan todas las modificaciones de la política del gobierno que vayan orientadas a favorecer una mejor distribución del ahorro y de la inversión nuevos.

En razón de todo esto, *me atrevería a decir que la expansión a largo plazo de la economía depende sobre todo del incremento continuo del ahorro financiero neto y que el componente esencial de este incremento no constituye el ahorro de las familias. Voy por tanto a examinar primero su composición, intentando establecer comparaciones entre España y los principales países de la O.C.D.E., para detenerme después en los posibles medios de incitación al ahorro.*

Pero antes de pasar a hablar de las diversas formas en las cuales se materializa el ahorro familiar, permítanme citar unas cuantas cifras globales al objeto de situar la importancia de dicho ahorro dentro de los medios de financiación de la inversión de cada país.

A raíz de las últimas vicisitudes por las que ha atravesado la economía española, se ha puesto de moda asegurar que los españoles somos un pueblo de “mini-ahorradores”, que estamos lanzados a un consumo frenético superior a nuestras posibilidades y que nuestros males se remediarían aplicándonos la sencilla receta de “apretarse el cinturón”. Aun cuando no me atrevería a rechazar de plano la filosofía económica implícita en estas afirmaciones, deseo citarles algunas cifras, sacadas de las Cuentas Nacionales de los respectivos países, que obligan a ser a la vez más cautelosos en nuestras afirmaciones y más optimistas en lo que al futuro del ahorro en España se refiere.

	Ahorro interior Bruto en relación al P.N.B.			Ahorro Interior Bruto en Relación a la Formación Interior Bruta de Capital Fijo			Ahorro Interior Neto en relación a la Renta Nacional		
	1958-1965	Media del período		1958-1965	Media del período		1958-1965	Media del período	
Estados Unidos . . . . .	17	19	18	98	112	107	8	12	10
Alemania Occidental . . . . .	26	27	27	120	100	108	22	21	23
Italia . . . . .	23	24	24	113	125	112	18	19	20
Francia . . . . .	20	22	21	102	100	103	14	16	16
Reino Unido . . . . .	16	19	18	104	110	107	10	15	13
Japón . . . . .	30	35	36	115	110	111	24	28	30
España . . . . .	20	24	23	99	104	109	15	20	19

Fuente: O.C.D.E. Y CUENTAS NACIONALES DE LOS RESPECTIVOS PAÍSES.

Con toda la prudencia que impone la diversidad de fuentes estadísticas hemos intentado cuantificar la importancia del ahorro *interior*, es decir, del ahorro conseguido por los sujetos económicos residentes en España y compararla con tres de los agregados claves de la contabilidad nacional en un período de tiempo suficientemente largo.

En 1958, y entre seis grandes países miembros hoy día de la O.C.D.E. — Estados Unidos, Alemania, Italia, Francia, Reino Unido y Japón —, España figuraba en cuarto lugar, igualada con la vecina Francia, en la relación del Ahorro Interior Bruto al Producto Nacional también bruto. Siete años después, en 1965, España ocupaba el tercer lugar, detrás de Japón y Alemania. Igual puesto ocupábamos el mismo año si el término de comparación elegido es la Renta Nacional y no el Producto. Pero hay una relación aún más significativa. Si lo que buscamos es medir la parte de la Formación Bruta de Capital Fijo cubierta por el ahorro interior, nos encontramos con que entre las medias del período 1958-1965 nuestro país figura en segundo lugar, sólo superado por el Japón.

Si nos fijamos ahora en la composición del ahorro neto en España obtenemos una tendencia que refleja el fenómeno antes citado: a saber, la participación creciente del sector Familias en la Formación del ahorro. Es así cómo este agente ha pasado de suministrar el 20 por ciento del ahorro neto disponible en 1958 a aportar más del doble de ese porcentaje en 1965, exactamente el 47 por ciento.

## ORIGEN DEL AHORRO NETO DISPONIBLE EN PORCENTAJES

	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Familias . . . . .	20	19	32	33	36	42	41	47
Empresas . . . . .	44	40	33	33	32	30	28	27
Administraciones Públicas .	36	41	35	34	29	26	29	25
Exterior . . . . .	—	—	—	—	3	2	2	1
TOTAL . . . . .	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: O.C.D.E. Y CONTABILIDAD NACIONAL.

En relación con la Renta Nacional, el ahorro neto de las Familias en España ha pasado de ser un 3 por ciento en 1958 a ser un 8,3 en 1963, un 8,6 en 1964, un 9,7 en 1965 y un 8,9 en 1966 — cifra esta última provisional —. Y aun cuando las desfavorables condiciones económicas se habrán reflejado sin duda en el ahorro familiar, es muy probable que en 1967 haya aumentado aún más su participación relativa en la formación del ahorro neto disponible.

Creo que ha llegado el momento de examinar con el máximo detalle posible la composición de ese ahorro familiar y su contrapartida en activos reales y financieros.

b) *La composición del ahorro de las Economías Domésticas en España*

Hemos hecho una clara distinción entre ahorro materializado en activos reales y ahorro materializado en activos financieros, no sólo en razón a una diferenciación conceptual innegable, sino debido a dos razones de más peso específico en esta nuestra tarea de investigar la formación del ahorro de las familias españolas y de sopesar los diversos medios de favorecer y alentar dicho ahorro.

La primera de esas razones se refiere a las inevitables dificultades estadísticas. En efecto, nuestra Contabilidad Nacional, siguiendo la práctica generalizada en este punto, incluye la adquisición de bienes de consumo duradero (automóviles, neveras, lavadoras, aparatos de televisión) en los gastos de consumo de las familias, cuando en realidad lo que deberían incluir en los gastos de consumo de cada período es la utilización del flujo de servicios derivados de esos bienes, contabilizando los gastos de adquisición de todos estos bienes como ahorro.\*

Pero aun cuando se hubiere solventado esta dificultad conceptual y establecido el ahorro y el consumo de las familias en el sentido arriba indicado, quedaría por identificar el importe del crédito al consumo dentro de los flujos de financiación del país. Desgraciadamente esto es, en las circunstancias actuales, totalmente imposible en España, por lo que cualquier estimación, al carecer por completo de base, resultaría totalmente fantástica. Ante tal situación sólo queda esperar que nuestras autoridades estadísticas, sin duda conocedoras ya de la importancia del problema, pongan pronto remedio a esta laguna en nuestras fuentes de información.

La partida más importante en la inversión real de las familias es la vivienda.

Es éste uno de los impulsos más fuertes para inducir al ahorro y buena prueba de ello es que, en casi todos los países se han establecido fórmulas especiales de ahorro orientadas a promover una más amplia difusión de la propiedad inmobiliaria. ¿Cuánto gastan en otros países las familias en adquirir viviendas? Según las Cuentas Nacionales de la O.N.U., en el año 1963, los gastos en vivienda representaban en Alemania un 8,5 por ciento de los gastos de consumo, en Estados Unidos el 13,1; en Francia, el 7,2; en Gran Bretaña el 9,9, y en Italia el 5,8.

¿Y en España? También aquí tropezamos con dificultades estadísticas que si bien no nos impiden dar una respuesta, nos obligan a desconfiar de su exactitud. Veamos las razones. Disponemos de cifras sobre viviendas construidas que provienen de dos fuentes: la Comisaría del Plan de Desarrollo y el Instituto Nacional de la Vivienda. Si analizamos las viviendas realizadas en el trienio 1964-1966, tenemos que según la Comisaría representan 805.545 y, según el Instituto, 801.929.

Ésta es la primera discrepancia.

#### NÚMERO DE VIVIENDAS CONSTRUIDAS EN ESPAÑA

Años	Realizadas según: Plan de Desarrollo	I. N. V.	Previstas en el I Plan de Desarrollo
1964	253.894	252.658	162.144
1965	283.285	281.885	175.051
1966	268.366	267.386	188.392
TOTALES	805.545	801.929	525.587

Pero las dificultades continúan. En efecto, si pasamos ahora de las unidades físicas construidas a los gastos realizados en vivienda nos encontramos aquí también con dos series: la de la Comisaría del Plan y la de la Contabilidad Nacional. Aquí las diferencias no son muy importantes en los años 1963 y 1964, pero en 1965 la Comisaría da una cifra — 54.788 millones — que supera en 4.039 a la de las Cuentas Nacionales y en 1966, da la de 50.902 millones que supera en 569 a la de la Contabilidad Nacional.

## GASTOS REALIZADOS EN VIVIENDAS

*(en pesetas corrientes)*

Años	SEGÚN	
	Comisaría del Plan	Contabilidad Nacional
1963	42.805 millones	42.800 millones
1964	52.119 "	52.100 "
1965	54.788 "	50.749 "
1966	50.902 "	50.333 "

Pero no concluyen aquí nuestras penalidades. Sucede que en estas cifras no están comprendidos los gastos para nivelación de terrenos, incluidos en otro renglón de la Formación Interior Bruta de Capital Fijo de la Contabilidad Nacional, como tampoco lo están, y esto sí que es mucho más importante, las transferencias por compras de solares que, desde el punto de vista macroeconómico, no se consideran inversión. Este hecho nos obliga a elegir la cifra de la Contabilidad Nacional en lugar de la del Plan como más significativa de los gastos efectuados por las familias españolas en viviendas con las excepciones que ahora haremos.

La primera de ellas se refiere al valor de los solares y de la urbanización que suponen un gasto para las familias al comprar las viviendas. Utilizando diversas estadísticas oficiales y algunas informaciones particulares, hemos podido llegar a una cifra estimada del coste de adquisición de viviendas en el año 1965.

Esta cifra es de unos 76.000 millones de pesetas — 76.098 para ser exactos.

COSTE DE ADQUISICIÓN DE VIVIENDAS - 1965

<i>Clase de vivienda</i>	<i>Millones de pesetas</i>
Libres	7.881
Leyes Especiales	5.504
Primer grupo	28.646
Subvencionadas	28.968
Segundo grupo	5.099
TOTAL	76.098

La diferencia con la cifra de la Contabilidad Nacional para el mismo año es sensible, unos 25.300 millones, excesiva probablemente para reflejar solamente el coste de urbanización y solares, por muy lucrativa que la especulación haya podido ser. Personalmente yo aceptaría como cifra más cercana a la realidad la de unos 60.000 millones. Pero esta cifra no refleja los gastos en vivienda efectuados por las familias, pues de ellos habría que deducir las viviendas construidas y las adquiridas por empresas, bancos, cajas de ahorro, compañías de seguros, etc. Por lo tanto, si me obligasen a dar una cifra neta de inversión de las familias en viviendas, yo diría, sin mucha seguridad por supuesto, que debe oscilar entre los 50.000 y los 55.000 millones de pesetas. Ello supone el 5,6 por ciento de los gastos de consumo en 1965.

Resumiendo, creo que podemos aceptar una cifra media de 50.000 millones como representativa del gasto en vivienda de las familias españolas durante el último Plan de Desarrollo. Lo inadecuado del método de estimación justifica la existencia de esa primera razón adicional de que antes he hablado y que nos lleva a diferenciar el ahorro en real y financiero por razones estadísticas.

El segundo motivo que justifica la tajante separación entre lo que hemos denominado ahorro real y ahorro financiero es nuestro convencimiento de que el ahorro que entra a formar parte de la corriente de flujos financieros, y por lo tanto es objeto de asignación por medio de las fuerzas operantes en el mercado financiero, se emplea con mayor eficiencia social que el ahorro materializado en activos reales, oro o billetes.

Dicho todo lo cual, vamos a enfrentarnos ya con la no fácil tarea de evaluar el ahorro financiero de las familias españolas. Para ello tenemos que

distinguir claramente entre la adquisición de activos y la acumulación de pasivos financieros.

Según el último Informe Anual del Banco de España, la financiación recibida por el Sector Privado en los últimos años ofrecía la siguiente estructura:

	1964		1965		1966		1967		TOTAL Miles mill. ptas.
	Miles mill. de ptas.	%							
Créditos . .	85,7	88	144,1	93	113,3	87	129,1	84	472,2
Valores . .	10,8	12	9,9	7	16,2	13	25,0*	16	61,9
TOTAL . .	96,5	100	154,0	100	129,5	100	154,1	100	534,1

Fuente: BANCO DE ESPAÑA\*, SALVO 1967 QUE SON ESTIMACIONES PARTICULARES SÓLO HASTA NOVIEMBRE.

En los últimos cuatro años entre el 84 y el 93 por ciento de la financiación externa recibida por el Sector Privado del Sistema Crediticio (Bancos, Cajas de Ahorro e Instituciones Oficiales de Crédito) lo fue bajo forma de créditos en sus diversas modalidades — efectos comerciales y financieros, créditos personales documentados en póliza, créditos con garantía hipotecaria, descubiertos — y entre el 7 y el 16 por ciento en valores — acciones y obligaciones privadas; es decir, excluyendo las obligaciones “I.N.I. Empresas”.

Lo que es ya mucho más difícil es valorar qué parte de esa corriente total de financiación fue a parar a las Economías Domésticas y cuál a las Empresas. Aun conociendo lo resbaladizo del terreno, y dadas las diversas informaciones estadísticas de que he logrado disponer, me atrevería a afirmar que las empresas recogen entre el 75 y el 80 por ciento del Crédito y que las Economías Domésticas adquieren aproximadamente entre el 45 y el 50 por ciento de los valores privados emitidos cada año.

Una vez fijada, repito que *muy aproximadamente* la estructura de las deudas financieras de las Economías Domésticas españolas, a las que habría que añadir unos 5 ó 6.000 millones de préstamos hipotecarios y una cantidad que no me atrevo a fijar de créditos de las Empresas, debo pasar a estudiar

el ahorro financiero de nuestras familias y a identificar los tipos de activos que lo componen.

Pero antes permítanme que vuelva a recurrir a las estadísticas internacionales a fin de llevar a cabo algunas comparaciones que juzgo interesantes. Según estadísticas de la O.C.D.E.,\*\* la relación media del ahorro financiero respecto a la renta personal disponible en el período 1960-1964 fue en Alemania del 8,7 por ciento, en Francia del 9,8, en Estados Unidos del 9,5, en Gran Bretaña del 9,1 y en el Japón de 24,4, repito, del 24,4 por ciento. Pero si aceptamos como cifra de ahorro financiero en España la de 125 mil millones en 1965, estimada mediante procedimientos que en seguida indicaré, obtenemos una relación del 12,6 por ciento, relación bastante elevada y que obedece en mi opinión a varias causas, las más importantes de las cuales bien podrían ser las siguientes:

— El rapidísimo crecimiento experimentado por nuestras rentas en los últimos años.\*\*\*

— El hecho de que, contra lo que pudiera creerse, los españoles han sido muy conscientes de los efectos de la inflación y han intentado paliarlos buscando restaurar el valor real de sus activos financieros mediante un incremento en la tasa de ahorro.

Queda ahora por determinar la composición del ahorro financiero de las familias.

De los estudios realizados por la O.C.D.E. sobre este tema se desprende que el grueso del ahorro financiero se materializa en moneda y depósitos en bancos y cajas de ahorro, variando su proporción entre un mínimo del 52 por ciento en Gran Bretaña y un máximo del 75 por ciento en Francia. El ahorro materializado en forma de seguros de vida y fondos de pensión alcanza niveles de importancia en Gran Bretaña con un 55 por ciento, en Estados Unidos con un 38 por ciento y en Alemania con un 32 por ciento, bajando mucho en Japón y Francia. El ahorro en forma de valores mobiliarios es importante sobre todo en Japón, un 20 por ciento, y mínimo en Estados Unidos, donde supone tan sólo el 3 por ciento del total del ahorro financiero de las familias.

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS RECURSOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS  
(media 1960-1964)

	Moneda	Depósitos a la vista	Otros Depósitos	TOTAL	Ahorro Contractual	Valores	Otros	TOTAL GENERAL
EE. UU. . . . .	5	5	57	67	38	3	— 8	100
Alemania . . . . .	7	2	40	53	32	19	—	100
Francia . . . . .	17	32	26	75	4	18	3	100
Reino Unido . . . . .	2	— 50 —	—	52	55	— 16	9	100
Japón . . . . .	6	13	47	65	10	20	5	100

Fuente: O.C.D.E.

Los parciales no coinciden en ocasiones con los totales debido a falta de información.

Ya hemos señalado antes las características más notables que parecen desprenderse de este cuadro; a saber, la importancia generalizada de las inversiones más líquidas como forma de colocar el ahorro y las fuertes diferencias existentes entre estos países por lo que al ahorro contractual se refiere. A ellas podemos añadir ahora las siguientes:

La importancia excepcional, en algunos casos, como Francia, del ahorro fijado en términos de billetes y moneda — un 17 por ciento — que hace pensar en razones muy profundas y tradicionales — ¿quizá fiscales? — que llevan a los franceses a preferir la liquidez total sobre el interés obtenido en los depósitos; la importancia de los depósitos, los cuales representan en todos los países, salvo en Alemania, la mitad o más del ahorro financiero de las familias; por último, y esto conviene tenerlo en cuenta para cuando examinemos el proceso de distribución del ahorro, el hecho de que en todos estos países la inmensa mayoría del ahorro familiar es encomendado a intermediarios financieros de una u otra clase.

Provistos de estas coordenadas ha llegado el momento de abordar el tema de la composición del ahorro familiar en España. Tema éste importante, del que se habla constantemente, pero escurridizo y difícil y que a duras penas se deja cuantificar, plasmándose en cifras concretas y reales que permitan una discusión objetiva del problema. *Pero aun a riesgo de incurrir en abultados errores voy a intentar fijar unos órdenes de magnitud que permitan sentar algunas conclusiones, sin las cuales este estudio sobre el ahorro*

quedaría como vacío, como excesivamente dogmático y, en resumen, como muy poco científico por muy difícilmente contrastable.

INVERSIONES FINANCIERAS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS EN 1965  
(*Cifras estimadas en millones de pesetas*)

Billetes y moneda	Depósitos en Bancos y C. Ahor.	TOTAL	Pólizas Seguro Vida	Valores Mobiliarios	TOTAL GENERAL
15.800	89.000	104.800	600	19.800	125.200

INVERSIONES FINANCIERAS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS EN 1965  
(*en porcentajes*)

Billetes y Moneda	Depósitos Bancos y C. Ahorro	TOTAL	Contractual	Valores Mobiliarios	TOTAL GENERAL
13	71	84	—	16	100

Estas cifras elaboradas sobre datos facilitados por el Banco de España, repito que sólo pretenden indicar órdenes de magnitud, por lo cual juzgo más significativos los porcentajes y en ellos me apoyaré con mayor frecuencia. Si nos tomamos la molestia de comparar su composición con la presentada por el ahorro financiero de las familias en los cinco países a los que antes he hecho referencia, haciendo la salvedad de que aquéllas son la medida de un quinquenio, vemos que las familias españolas muestran una preferencia algo menor por los billetes y moneda que las francesas, pero mayor que la del resto de los países. Nuestras inversiones en valores son sensiblemente parecidas a las alemanas y francesas, mientras que los depósitos atraen claramente la preferencia de los ahorradores en proporción que supera a la de otros países, si bien nuestro 71 por ciento no queda muy distanciado del 62 por ciento de las familias americanas. La mayor diferencia reside en el ahorro contractual, que es prácticamente nulo en nuestro país. Debe advertirse, sin embargo, que en nuestras estadísticas sólo hemos logrado incluir las variaciones en las reservas matemáticas correspondientes al seguro de vida, mientras que en otros países se incluyen los fondos inmo-

vilizados por las Cajas de Pensiones. En resumen, este ensayo de determinar la gama de activos elegidos por las familias españolas para materializar su ahorro financiero, no parece que arroje resultados decididamente incompatibles ni con nuestros *prejuicios*, ni con las tendencias internacionales. El problema que ahora se presenta es, ¿cómo animar ese ahorro financiero?

c) *Las incitaciones al ahorro financiero*

Desde hace varios años estamos asistiendo en numerosos países, y el nuestro no es excepción, a un esfuerzo decidido de las autoridades financieras para propiciar ya sea el ahorro en general, ya sea el ahorro de unos grupos sociales en concreto.

La gama de incentivos ofrecidos por los diversos países ha sido y es muy amplia, pero su propósito puede reducirse sin graves dificultades a la consecución de tres objetivos:

— Aumentar la tasa de ahorro a largo plazo, promoviendo esencialmente el ahorro de las familias.

— Modificar la distribución de la cuota total de ahorro en favor de un determinado agente económico, generalmente las familias.

— Alterar la estructura de la distribución del ahorro de las familias buscando con ello mejorar técnicamente los circuitos financieros del país.

De esta simple enumeración puede muy bien deducirse que, por ofrecer indudables ventajas, es obligación de las autoridades económicas poner en marcha programas bien adaptados a la consecución de esa triple mejora. Pero sucede, aquí, como en no pocas parcelas de la política económica, que al descender del “reino” de los objetivos a la realidad de las medidas concretas se producen conflictos entre éstas. No se trata tan sólo de que los objetivos deben estar claramente definidos, cosa que no siempre sucede, sino de que la elección de medidas puede plantear, y de hecho los plantea, problemas de efectos alternativos. O dicho en términos más concretos, es indudable que hoy en día estamos asistiendo en España a un esfuerzo decidido por parte del Gobierno para aumentar la tasa de ahorro nacional. Este objetivo es susceptible de propiciarse mediante medidas concretas muy diversas a las que luego haremos referencia. Lo que en este preciso momento me interesa subrayar es la posibilidad de que estas medidas no alcancen su objetivo al poner en marcha mecanismos automáticos que autoanulan los

efectos beneficiosos que persiguen si se consideran aisladamente cada una de ellas. Para aclarar lo que acabo de decir permítanme un ejemplo. En algunos países europeos, y en determinados momentos, se buscó favorecer el ahorro de las familias concediendo exenciones fiscales a dicho ahorro. En la práctica estas medidas no respondieron a las esperanzas en ellas depositadas. En primer lugar, no consiguieron, al parecer, un aumento sustancial del ahorro, entre otras razones, porque el incremento observado en el ahorro de las familias quedó compensado por el descenso en el ahorro del Estado. Pero, además, en algunos si no en todos esos países, resultó que los más favorecidos por medidas como la citada resultaron ser los ahorradores situados en los niveles más altos de renta. Así pues, al proponer o analizar medidas políticas destinadas a favorecer el ahorro en la triple dirección que antes señalábamos, conviene tener siempre muy presente la complejidad de las interrelaciones que dominan la economía y la dificultad de analizar correctamente los efectos sobre la economía en general de soluciones alternativas. Dicho lo cual vamos ahora a examinar brevemente los medios más comúnmente utilizados para mejorar el ahorro de las familias, cerrando este punto del tema con una referencia a la realidad de nuestro país en ese terreno.

Pero antes de analizar punto por punto dichas técnicas me van a perdonar que me permita recordar un punto que, por obvio, debería ser de todos conocido, aun cuando la realidad nos muestra una y otra vez lo contrario. Me refiero a un hecho muy simple; a saber, que el mantenimiento de la estabilidad monetaria es requisito imprescindible de cualquier esfuerzo para desarrollar el ahorro. De momento no me extiendo más sobre esta “perogrullada”, a la cual volveré más tarde al hablar de la contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento del ahorro.

Volviendo, pues, a las medidas concretas que se han empleado para favorecer el ahorro familiar, creo que se pueden resumir en cuatro:

- 1.<sup>a</sup> Ampliación de los instrumentos de inversión financiera y de las facilidades a disposición de los ahorradores.
- 2.<sup>a</sup> Promoción del ahorro contractual e implantación de una política que una el ahorro a la adquisición de bienes socialmente recomendables.
- 3.<sup>a</sup> Incremento de la rentabilidad de las inversiones financieras, o de un determinado grupo de ellas.
- 4.<sup>a</sup> Protección de las inversiones financieras contra la erosión en su valor debidas a la inflación.

Todas las medidas encaminadas a la ampliación de los instrumentos de inversión financiera y de las facilidades a disposición de los ahorradores tienen como común denominador el deseo de alterar los hábitos de ahorro de las familias. Para ello pueden emplearse dos categorías de procedimientos: la primera busca la ampliación de los medios alternativos de ahorro a disposición de los ahorradores; la segunda intenta la concesión de mayores facilidades para la adquisición de activos financieros o reales.

Dentro de la primera a nadie se le puede escapar la sospecha de que la amplitud de los medios alternativos ofrecidos al ahorrador es fiel reflejo de la agilidad y adecuación con que cada sistema financiero cumple su papel de allegar los recursos necesarios para financiar los procesos de inversión de la economía. Quizá la nota más destacada de estos intentos haya sido el decidido esfuerzo efectuado en no pocos países para extender la propiedad de los valores mobiliarios, interesando en la adquisición de esta clase de activos al pequeño ahorrador. *Ello explica el auge adquirido en pocos años por las Sociedades y los Fondos de Inversión Mobiliaria.\*\*\*\* Ahora bien, el éxito que ha acompañado a su aparición no debe hacer perder de vista una serie de circunstancias que imponen una cierta cautela al juzgar su actuación. No sólo habría que estimar si estos intermediarios han originado más una desviación del flujo de ahorro respecto a otros activos que un aumento en el total del ahorro financiero, sino que también habría que ver si es posible que en algunos casos su nacimiento haya secundado el interés de otros intermediarios financieros en su busca de medios para soslayar reglamentaciones legales a algunas de sus actividades que juzgaban desfavorables.*

Respecto a las medidas que pueden tomarse para facilitar y animar a los ahorradores para que confíen sus fondos al sistema financiero, varían de país a país. Desde el cambio de horario a la ampliación del abanico de servicios ofrecidos a la clientela por bancos y cajas de ahorro, pasando por la obligación de ofrecer una información detallada, supervisada por funcionarios públicos expertos si es necesario, y por las características de las emisiones de valores mobiliarios lanzadas al mercado.

El segundo grupo de medidas que antes he mencionado como destinadas a favorecer el ahorro de las economías domésticas, consistía en la promoción del ahorro contractual y la implantación de una política que ligase el ahorro a la adquisición de bienes — reales o financieros — socialmente recomendables. Vamos a tratar primero de formarnos un juicio sobre el primero de los dos puntos: la promoción del ahorro contractual.

Durante mucho tiempo, las formas más tradicionales y difundidas de ahorro contractual en los países occidentales han sido el seguro de vida y las pensiones de retiro. Sin embargo, desde hace algunos años estas dos modalidades de ahorro se han enfrentado con un doble inconveniente: la ampliación de la cobertura de riesgos suministrada por los diferentes sistemas de Seguridad Social y la persistencia de un clima de inflación que ha ido restando parte de su valor al ahorro así contratado.

Ante esta realidad los Gobiernos de tales países se han decidido a ayudar a esta forma de inmovilización de activos financieros. En este sentido hay que entender las diversas medidas de exención fiscal al ahorro materializado en forma de contratos de seguros de vida, dicho sea de paso, de cuya eficacia no pocos expertos dudan y que, por ejemplo, en Estados Unidos no parece haber conseguido resultados notables. En Inglaterra se está ensayando con más éxito otra medida: se trata de evitar los efectos desfavorables de la inflación ligando las pensiones recibidas por los retirados al salario que cobraban durante sus dos últimos años de vida activa.

Sin pretender que esta descripción haya sido muy completa, creo que *se puede resumir diciendo que las características más favorables del ahorro contractual residen en que, al transformar activos líquidos en ahorro a largo plazo, colaboran eficazmente con las posibles medidas políticas de estabilización económica.* Sólo en muy contados casos supera el ahorro contractual esa misión de transformación para contribuir a incrementar el *flujo total* de ahorro de la economía. En tal sentido quizá valga la pena indicar que en algunos países, Alemania por ejemplo, se están intentando generalizar esquemas de ahorro contractual en las negociaciones salariales. Puede que en España valiese la pena estudiar este punto con miras a introducir algo parecido en las discusiones de nuestros convenios colectivos.

Había hecho referencia antes a la implantación de una política de ahorro destinada a ligar éste a la adquisición de bienes que, por una u otra razón, se considerasen socialmente dignos de una promoción. En la mayoría de los países occidentales esta forma de ahorro vinculado se ha dirigido a facilitar la adquisición de viviendas. También, pero en tono menor, se ha intentado encauzar esta forma de ahorro hacia la propiedad mobiliaria. Como al examinar las medidas de incitación al ahorro recientemente adoptadas en España haré un detenido estudio de estas dos formas de ahorro contractual, me voy a limitar ahora a unas consideraciones generales y a mencionar uno o dos ejemplos extranjeros.

Partiendo del supuesto de que al facilitar el acceso a la propiedad inmobiliaria se estimularía el ahorro financiero, varios países han establecido fórmulas que ligaban los saldos financieros acumulados con arreglo a modalidades diversas a la adquisición de viviendas. De esta forma podía incrementarse el flujo total del ahorro, o en todo caso mejorar su funcionamiento. Y esto ha sido así con más o menos independencia de la flexibilidad o amplitud del mercado hipotecario,\*\*\*\*\* si bien el préstamo hipotecario es en puridad una especie del ahorro financiero.

El ahorro mobiliario ha obtenido menos favor por parte de los ahorradores y como veremos al hablar de España existen buenas razones económicas para que esto haya sido así.

En el tercer grupo de medidas hemos incluido todas aquellas que aumentan el flujo total del ahorro incrementando la rentabilidad de las inversiones financieras. En teoría esto puede lograrse mediante una triple acción:

- Aumentando los tipos de interés.
- Facilitando indirectamente una mayor rentabilidad mediante la concesión de privilegios fiscales a determinados grupos de ahorradores o a ciertos tipos de ahorro.
- Mediante el pago de premios a determinados tipos de ahorro

¿Son estas medidas susceptibles de incrementar el ahorro de las familias? Una vez más hay que imponer una nota de cautela a nuestras intuiciones. Veamos por qué.

En algunos países, Estados Unidos por ejemplo, se han llevado a cabo estudios bastante serios sobre la motivación de los ahorradores y sobre cuáles son las notas de los activos financieros que más valoran. Sus resultados permiten afirmar que las adquisiciones de activos financieros por parte de las familias son bastante inelásticas al tipo de interés, y que los ahorradores — al menos los americanos — valoran más la liquidez, y en el caso de los pequeños ahorradores, la seguridad del principal. Por otro lado, y como posible confirmación de lo dicho, sería muy interesante preguntar a una muestra de ahorradores españoles, titulares de depósitos, cuál es el tipo de interés que obtienen. Quizá nos llevásemos la sorpresa de comprobar que un porcentaje no muy reducido lo ignora...

Además, lo que muy bien puede suceder es que los cambios en los diferenciales entre los diversos tipos de interés, cambios adoptados por las autoridades con objeto de favorecer un tipo de ahorro en relación a otro, lo

que alteraren sea la composición del ahorro financiero, siendo más dudoso que el incremento del nivel medio de los tipos de interés pueda aumentar la cuota *total* de ahorro financiero.

Quizás haya quien no esté en absoluto de acuerdo con estas conclusiones y piense que la subida de los tipos de interés es un medio de atraer más ahorro. Ciertamente que lo es, pero a condición de que estemos hablando de aumentar el tipo de interés a no importa qué nivel. Ahora bien, lo que yo me pregunto entonces es, si probablemente no será éste un nivel demasiado alto como para permitir una financiación económicamente provechosa de la inversión.

Esto ha conducido a que no pocos gobiernos acudan a procedimientos fiscales como medio de incitación al ahorro. Generalmente estas incitaciones fiscales adoptan una de estas dos formas: exenciones fiscales sobre la renta derivada del ahorro o sobre una cierta parte del flujo de ahorro y, segundo, concesión de premios a ciertas modalidades de ahorro.

Respecto al primer punto, las medidas adoptadas por los diferentes países varían. En Alemania, por ejemplo, la exención fiscal recae sobre el flujo de ahorro canalizado hacia activos financieros, mientras que en el Japón los beneficios fiscales se conceden tan sólo a la renta generada por esos activos.

Pueden existir también, como en los Estados Unidos, medidas fiscales que favorezcan únicamente a un determinado tipo de activos, o concederse a la gran mayoría como sucede en Alemania o en Dinamarca.

Al escepticismo anotado antes sobre la importancia de los privilegios fiscales en relación con la promoción del ahorro, se añade el hecho, ampliamente contrastado, de que, dada la estructura de los niveles de renta y ahorro en los países occidentales, estas exenciones es muy probable que favorezcan primordialmente a los ahorradores situados en los grupos más altos de renta.

Como método de obviar este sesgo se ha favorecido la concesión de premios, llegando incluso a delimitar los grupos de ahorradores que podían optar al premio o graduando la cuantía de éste en razón inversa al nivel de renta del ahorrador.

Para terminar con este tercer grupo de medidas de incitación al ahorro, debemos tener muy en cuenta el peso para la comunidad de los beneficios fiscales y del importe de los premios, pues pudiera suceder que superasen los beneficios obtenidos. Ahora bien, al hablar de "beneficios" no debe entenderse el término en su acepción más estrecha, sino que deben incluirse

como tales la creación de un hábito de ahorro o el desarrollo de mercados financieros más eficientes.

Por último, y antes de pasar a considerar la realidad española, voy a hacer una somera referencia a los planes de protección del ahorro contra la inflación. Todos ellos tienen en común su deseo de compensar a los ahorradores de la pérdida de valor debida a la inflación mediante técnicas de "indexación". En Grecia, por ejemplo, se han lanzado al mercado emisiones de obligaciones en las que o se permitía el pago de los intereses y el principal en términos de moneda extranjera, o se incluían cláusulas que convertían las obligaciones en verdaderos títulos con poder de compra constante, o, por último, se autorizaba la conversión en acciones. Los daneses han montado también un sistema bastante complicado, mediante el cual algunas de sus pensiones de retiro quedan ligadas a una especie de índice del coste de la vida. Es muy difícil pronunciarse en pro o en contra del sistema. En todo caso, no parece muy sencillo técnicamente y puede que sea hasta algo injusto socialmente. Quiero con esto decir que lo deseable es combatir la inflación en general en lugar de buscar "parches" que solucionen tan sólo los problemas de grupos sociales reducidos.

Ha llegado, pues, el momento de examinar cuáles han sido las medidas de incitación al ahorro adoptadas por las autoridades españolas en los dos últimos años.

Aun cuando parezca extraño no voy a considerar aquí el aumento de los tipos de interés pasivos decretados a raíz de la devaluación de noviembre de 1967. Estimo que su justificación y oportunidad reside en el marco general de las medidas de política económica adoptada entonces y que no iban dirigidas esencial y exclusivamente a fomentar el ahorro. Tampoco tomaré en cuenta expresamente los préstamos para la difusión de la propiedad mobiliaria, sino que los enjuiciaré englobándolos con el ahorro-bursátil. Así pues, yendo de menor a mayor por orden de importancia, criterio muy subjetivo lo reconozco, hablaré de la mejora voluntaria de la Seguridad Social, de los privilegios fiscales otorgados al seguro de vida, del ahorro bursátil y del ahorro-vivienda.

Primero la mejora voluntaria de la Seguridad Social. Incluida en la Ley de Bases de 28 de diciembre de 1963 y desarrolladas por la Orden de 28 de diciembre de 1966, se permite la mejora del régimen general de la Seguridad Social mediante aportaciones de las empresas y los trabajadores o únicamente de las primeras. Por el momento es imposible emitir un juicio sobre la efi-

cacia de esta medida al estar totalmente ayunos de información estadística sobre este particular.

En cuanto a las ventajas fiscales en los contratos de seguros de vida, el Decreto-Ley de 3 de octubre de 1966, y la Orden de 11 de noviembre de ese año establecieron una reducción de la base imponible del Impuesto General sobre la Renta de las Personas Físicas por el importe de las primas procedentes de un contrato de seguro de vida, siempre que el beneficiario sea el contratante o su familia cercana.

Realmente la bajísima tasa de aumento experimentada por el seguro de vida en España durante los últimos años se debe a una causa tan profunda como es la inflación. Siendo esto así, difícilmente se va a estimular esta modalidad del ahorro contractual mediante esta especie de subvención directa al ahorrador. Probablemente, el desarrollo del seguro de vida en nuestro país depende más bien de la introducción de algún sistema de indexación que defienda el valor del ahorro contra las "limaduras" de la inflación.

El ahorro bursátil — Decreto-Ley de 3 de octubre de 1966 y Orden de 20 de octubre de ese mismo año — es una modalidad del ahorro contractual que autoriza a las Cajas de Ahorro a abrir cuentas de ahorro bursátil que, mediante un plan de ahorro de un mínimo de tres meses, permiten la adquisición de valores mobiliarios de los denominados de "cotización calificada". Estas cuentas devengan un interés del 4 por ciento y el crédito al que se tiene derecho un interés del 5 por ciento si se trata de fondos públicos o del 6 por ciento si son títulos privados. El plazo máximo de amortización es de cinco años y el crédito otorgado por la Caja más la suma de las aportaciones del titular no podrá exceder las 600.000 ptas.

Según el texto del citado Decreto-Ley se trata de facilitar a los pequeños ahorradores el acceso... al mercado de capitales. ¿Se ha conseguido dicho objetivo?

Este tipo de cuentas comenzó a abrirse en marzo del último año, y a finales de 1967 su importe oscilaba, creo recordar, alrededor de los 20 millones de pesetas. En realidad esto era de esperar si pensamos que es éste un objetivo cubierto también por los préstamos para la difusión de la propiedad mobiliaria: pero sobre todo porque el fenómeno parece responder a una tendencia mundial que nos dice que la proporción de títulos adquiridos directamente por los particulares respecto al total del ahorro financiero desciende constantemente. Se va hacia un sistema en el cual son ciertos intermediarios financieros los que asumen esta función. Aunque parezca para-

dójico, la difusión directa de la propiedad mobiliaria entre los pequeños ahorradores acrecienta la natural inestabilidad del mercado de emisiones y acentúa, en lugar de corregirlas, las amenazas de crisis en la Bolsa.

Indudablemente el ahorro-vivienda ha sido el plan de ahorro que más éxito ha alcanzado entre los introducidos en España últimamente. De acuerdo con las disposiciones legales que lo regulan, las Cajas de Ahorro y la banca están autorizadas a abrir cuentas individuales de ahorro-vivienda, con el fin de constituir un plan de ahorro por un tiempo mínimo de dos años destinado a la adquisición de una vivienda en propiedad. Estas cuentas perciben un tipo de interés del 5 por ciento y el crédito que se concede y que el ahorrador tiene derecho a exigir es la cantidad acumulada multiplicada por un coeficiente que es inversamente proporcional al precio del metro cuadrado de la vivienda; por ejemplo, el coeficiente es 2 para las viviendas cuyo precio por metro cuadrado no supere las 4.000 ptas., 1,50 para aquellas cuyo precio esté comprendido entre las 4.000 y las 6.000 y sólo 1 para las que tengan un precio que oscile entre las 6.000 y las 8.000. El tope de la cuantía del crédito varía según el plazo en que ha estado abierta la cuenta: 500.000 ptas. si no ha superado el plazo de cuatro años y 750.000 si el plazo ha sido mayor. El tipo de interés del crédito es del 6 por ciento y la amortización varía en razón inversa al precio, siendo 12, 10 y 8 años respectivamente.

De la exposición de motivos del Decreto-Ley de 3 de octubre de 1966 se deduce que las autoridades españolas buscan en el ahorro-vivienda elevar la tasa del ahorro global y la del familiar en concreto, al mismo tiempo que favorecen el acceso a la propiedad inmobiliaria. ¿Lo han conseguido?

Si nos fijamos en la evolución de los depósitos bajo esta modalidad en la banca vemos que de enero a octubre de 1967, pasaron de 1 a 87 millones. La marcha ha sido mucho más espectacular en las Cajas de Ahorro donde han saltado de un millón en noviembre de 1966, a 145 en marzo de 1967, a 357 en junio, a 577 en septiembre y a 863 en diciembre. La comparación con la banca refleja un poco la composición de ambas clientelas, más sensible la de las Cajas a este tipo de ahorro vinculado, así como la circunstancia de contar las Cajas con una larga tradición en este terreno gracias a la labor de sus constructoras benéficas.

No cabe duda que ante estas cifras podemos mantener un optimismo fundado sobre el futuro de esta clase de ahorro. Si bien no podemos descartar el que se haya producido en parte una sustitución más que una incorpo-

ración de ahorro nuevo, me parece que la posibilidad de adquirir una vivienda en propiedad puede inducir a ahorrar a grupos sociales que no lo harían en caso contrario. En este sentido sería posible pensar en la conveniencia de introducir un sistema de primas a esta clase de ahorro, medida que indudablemente atraería a nuevos grupos de ahorradores medios. En realidad, cada nuevo incentivo que se añade a esta modalidad de ahorro contractual, y por lo tanto estable, será altamente beneficioso para el funcionamiento del sistema financiero español y abrirá un portillo nuevo a la mejor redistribución de la riqueza en nuestra Patria.

## V. LA DISTRIBUCIÓN DEL AHORRO

Mil veces hemos afirmado, y ésta es sólo una más, que el rápido proceso de crecimiento de las economías occidentales después de la guerra mundial se ha basado esencialmente en unas tasas de inversión en verdad espectaculares. Tanto es así que las necesidades de financiación han desbordado cumplidamente la formación del ahorro interior. Los gobiernos, conscientes de la importancia de este desfase, han tomado muchas y muy variadas medidas para favorecer el ahorro. En este punto tenían que cobrar una especial relevancia aquellas incitaciones dirigidas a aumentar el ahorro de las familias, componente esencial de la cuota de ahorro global de la nación. Dentro de esta política resaltan por su importancia las decisiones referentes al funcionamiento del mercado financiero. Y éste es el punto que vamos a abordar a continuación.

Ahora bien, antes de pasar a describir el funcionamiento concreto del mercado financiero español considero oportuno exponer sucintamente los principios más generales que tendré presentes en todo momento al enjuiciar las instituciones financieras.

En mi opinión cometemos un error cuando, implícita o explícitamente, ligamos la eficacia del mercado financiero a su tamaño relativo. La causa profunda de esa eficiencia reside en cualidades tales como la fluidez de oferta y demanda de fondos prestables, su competitividad y estabilidad, sus costes de funcionamiento, etc. Es decir, reside en causas *cualitativas*. En esta búsqueda de eficacia la intervención del Poder Público suele ser decisiva. Decisiva porque una actuación flexible, atenta y decidida del Estado puede orientar el mercado de forma decisiva hacia la satisfacción de las

prioridades genuinas de financiación. Pero decisiva también porque una actuación torpe, interesada o simplemente intervencionista en exceso puede originar o reforzar las imperfecciones o las rigideces del mercado.

En consecuencia voy a examinar el sistema financiero español a la luz de unos requisitos universalmente aceptados como válidos para la más eficaz distribución del ahorro financiero. Estos principios son los de fluidez de demanda y fluidez de oferta. Fluidez del mercado propiamente dicho, estabilidad y competencia y, por último, coste de intermediación y valor indicativo de los tipos de interés. De la comparación de estos principios-guía con la realidad del mercado se deducirán las consecuencias que pueden permitirnos apreciar por dónde deberían orientarse las posibles mejoras del sistema financiero.

No queda, pues, sino hacer una referencia al contenido conceptual de estos que hemos denominado principios-guía. Por fluidez de demanda se entenderá aquí, como se entiende en los trabajos que sobre temas paralelos ha realizado la O.C.D.E., la existencia en el sistema financiero de una amplia gama de instituciones y de instrumentos que satisfagan sus necesidades o sus preferencias. Por el contrario, una oferta fluida viene determinada por la capacidad de las instituciones para satisfacer las necesidades de los ahorradores y, llegado el caso, por su habilidad para crearlas. Este problema es especialmente importante en el caso de las Economías Domésticas y sus novedades más interesantes se orientan por el camino del ahorro contractual. Pero en realidad los mayores inconvenientes derivan no de la falta de fluidez de la oferta o de la demanda, sino de la rigidez del propio mercado. Este defecto se puede deber a múltiples causas: ausencia de especialización de las instituciones, restricciones a las posibilidades de colocación de los intermediarios financieros, incapacidad para transformar los recursos a corto plazo en empleos a largo plazo, fijación legal de los tipos de interés, creación de circuitos privilegiados, y quizás alguna más. Por último, creo que la estabilidad de los mercados es un criterio suficientemente obvio y respecto al coste de intermediación y al valor indicativo de los tipos de interés, se persigue encontrar con ellos un criterio de medida de la eficacia de esta clase de mercados.

	Fondos Recogidos por el Mercado		Fondos Prestados por el Mercado	
	En porcentaje del		En porcentaje del	
	P.N.B.	Ahorro Bruto	P.N.B.	Formación Bruta de C. Fijo
ESPAÑA (1962-1965)	15,3	65,3	14,4	67,2
ALEMANIA (1960-1964)	12,5	46,1	12,5	49,7
BÉLGICA (1960-1962)	12,0	60,1	12,1	66,1
EE. UU. (1960-1964)	8,2	45,8	9,5	57,3
FRANCIA (1960-1964)	10,1	48,5	10,6	53,1
ITALIA (1963-1964)	12,1	53,3	—	—
INGLATERRA (1962-1964)	7,9	45,2	9,2	55,0
JAPÓN (1960-1964)	26,9	70,4	29,3	87,7

Fuente: O.C.D.E. y BANCO DE ESPAÑA.

a) *La importancia del Mercado Financiero en España.*

Contra lo que pudiera creerse, la importancia del sistema financiero español, ya se mida en relación al Producto Nacional Bruto o al Ahorro Bruto, no es nada despreciable. De hecho es la segunda entre diez países de la O.C.D.E. durante un período más o menos equivalente, sólo superada por el Japón. Las razones de su deficiencia tienen que buscarse por tanto en otra parte. Vamos a examinar la estructura del sistema financiero español refiriéndola a los fondos recogidos por el mismo en los años 1964, 1965 y 1966.

	Bancos	Cajas de Ahorro	Crédito Oficial	Sistema Asegurador	Mercado de Valores	Otros Intermediarios	TOTAL
1964	58	20	11	5	6	—	100
1965	56	20	11	5	7	1	100
1966	56	21	12	4	6	1	100

*Fuentes:* Boletín Estadístico del Banco de España; Cuentas de las Administraciones Públicas del M. de Hacienda; Memoria del Crédito Oficial y de la Dirección General de Seguros.

Nuestro sistema financiero está caracterizado por el enorme paso que tienen en su estructura los bancos. En el trienio 1964-1966 más del 50 por ciento de los fondos prestables fueron canalizados por estos intermediarios. Aparecen después, por orden de importancia, las Cajas de Ahorro, las cuales atraen algo más del 20 por ciento de los fondos. El hecho de que las Instituciones Oficiales de Crédito vengan en tercer lugar depende del método estadístico utilizado para computar los fondos por ellas recogidos. En otras ocasiones se han detráido de estos fondos las dotaciones que provienen de la emisión de cédulas, que se adjudicaban al mercado de valores, incluyendo en las Entidades Oficiales sólo las cifras de dotaciones provenientes del superávit presupuestario. Puesto que, en nuestra opinión, este método introduce un cierto grado de arbitrariedad al separar de las Instituciones fondos que son verdaderos recursos para ellas, indiferentemente de la complicación del circuito que sirve para allegarlos, hemos optado por esta presentación. En todo caso puede elegirse si se prefiere la solución contraria, restando un 9 por ciento al 11 ó 12 que resulta de nuestra presentación y añadiéndoselo al 6 por ciento que viene a suponer el peso del mercado de valores según nuestra óptica.

En comparación con otros países la característica más notable es la reducida importancia del sistema asegurador en el que se incluyen los Seguros Privados y la Seguridad Social, aproximadamente un 5 por ciento del total de fondos recogidos por el sistema financiero español. La escasa especialización de nuestro sistema se refleja en la carencia casi completa de otros intermediarios financieros de importancia que no sean los tradicionales. Sucede así que nuestras Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria y las Socie-

dades de Financiación de Ventas a Plazo de Bienes de Equipo a duras penas consiguen allegar un 1 por ciento del ahorro materializado en activos financieros.

Por lo tanto, creo que podemos estudiar ahora brevemente esas grandes instituciones financieras, aislando un poco la problemática del mercado de emisiones, para terminar analizando los defectos más hondos del sistema financiero, con objeto de contar así con una plataforma de problemas que nos permita encarar la triple influencia que el Estado puede ejercer en la corrección de esas deficiencias a través de la política monetaria, la política fiscal, y la política de la deuda pública.

#### b) *Las instituciones financieras*

Dada su enorme importancia examinaremos primero la Banca Privada. Como de todos es conocido, contábamos hasta 1962 con una banca mixta que había jugado un papel muy importante en la historia de nuestro desarrollo industrial. La Ley de Ordenación Bancaria de abril de 1962 rompió con esta tradición, confiando a los bancos comerciales la financiación a corto plazo y reservando para los industriales la tarea de promover nuevas industrias.

Contemplando la estructura de un balance-tipo de la banca comercial destacan dos rasgos: el enorme peso de los depósitos a la vista como medio de financiación y la importancia de su cartera de fondos públicos. Lo primero refleja la preferencia por un medio de inversión que combina seguridad, liquidez... y escaso rendimiento. Lo segundo se debe a la existencia de un coeficiente legal, el de Fondos Públicos, que obliga a la banca a colocar una cierta proporción de sus depósitos bajo forma de deuda pública. Otros dos rasgos dignos de mención son: la desproporción existente entre las dos partidas componentes del epígrafe Créditos. Un 54 por ciento del activo se materializa en forma de Efectos y un 16 por ciento en forma de Créditos en póliza y a la vista. El segundo rasgo a que me refería es el rapidísimo crecimiento del redescuento como medio de obtención de crédito en el Banco de España frente al paulatino estancamiento del método tradicional de la pignoración. Quizá la única nota criticable en este último punto sea el que en ese vertiginoso aumento del redescuento desempeña una parte muy importante el redescuento especial, y esto supone una dificultad grande para el correcto funcionamiento de la liquidez del sistema como luego veremos.

*Banca Comercial*

31 - XII - 67

<u>ACTIVO</u>	<u>%</u>	<u>%</u>
Caja y Banco de España		6
Bancos y Banqueros (neto)		3
Efectos y Créditos:		70
Efectos	54	
Créditos	16	
Cartera de Valores:		19
Fondos Públicos	15	
Valores Industriales	4	
Otras Cuentas del Activo		2
		<hr/>
TOTAL DEL ACTIVO		100,—
<u>PASIVO</u>		
Cuentas de Capital		8
Depósitos:		82
a la vista	39	
de Ahorro	29	
a Plazo	12	
en moneda extranjera	2	
Crédito del Banco de España, del cual:		11
Redescuento	5	
Otras cuentas del Pasivo		1
		<hr/>
TOTAL DEL PASIVO		100,—
ACTIVO = PASIVO, 860.307		

*Fuente:* BANCO DE ESPAÑA.

Durante los últimos años las Cajas de Ahorro han sido el Intermediario Financiero que ha registrado tasas de crecimiento más espectaculares. Si tomamos como punto de referencia los fondos recogidos por ellas, observa-

remos que, con base 1960 igual a 100, el total de sus depósitos era en 1962 de 149,3; dos años después del 224,2; al año siguiente, es decir, en 1965, de 277,5; en 1966 de 333,8 y el 31 de diciembre de 1967 de 414,1. Pero estos ritmos de crecimiento son aún más fuertes si nos fijamos en el capítulo de créditos concedidos. En efecto, también con base 1960 = 100, en 1962 el índice era 144,1; en 1964, 265,1; en 1965 los fondos prestados habían subido a 344,8; en 1966 suponían 431,2 y en 1967 alcanzaron la elevadísima cota de 546,4.

En la exposición de Motivos de la Ley de Ordenación Bancaria de 14 de abril de 1962 se hacía una amplia y expresa referencia a la importancia y difusión de las Cajas de Ahorro y se las encomendaban finalidades de fomento y ayuda a las inversiones de carácter agrícola, al artesanado, al pequeño empresario, y en general a todas las actividades económicas de un elevado interés social.

Tradicionalmente las Cajas de Ahorro han sido las depositarias del pequeño y del medio ahorro español, y su extensísima red de sucursales ha difundido su espíritu y aportado su ayuda a todos los puntos de la geografía española. En realidad la denominación genérica de Caja de Ahorro comprende a instituciones diferentes: las Cajas de Ahorro confederadas y la Caja Postal de Ahorros, organismo oficial autónomo. El Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro está encargado de la dirección, coordinación e inspección de las Cajas de Ahorro.

El rapidísimo crecimiento de los fondos confiados a las Cajas de Ahorro se ha encauzado en primer término hacia la adquisición de fondos públicos, pues por disposición legal, estas instituciones tienen que dedicar un porcentaje de un 50 por ciento (hasta la Orden de 13-XII-67 que lo rebajó al 45 por ciento) de sus recursos ajenos a adquirir esta clase de activos, si bien últimamente el Ministerio de Hacienda ha autorizado la inclusión en dicho porcentaje de determinados valores privados de renta fija. Otro 35 por ciento de sus recursos está asignado legalmente a fines sociales: 7 por ciento para préstamos a la construcción de viviendas; 13 por ciento para actividades agrarias; 9 por ciento para préstamos a pequeñas empresas industriales, a artesanos, etc.; 6 por ciento para acceso a la propiedad de vivienda y valores mobiliarios y finalidades sociales análogas quedando el resto libre. La principal fuente de recursos la constituyen los depósitos de Ahorro ordinario a la vista, alrededor de un 66 por ciento de su pasivo, seguidos de los depósitos a plazo.

*Cajas de Ahorro*

31 - XII - 67

<u>ACTIVO</u>	<u>%</u>	<u>%</u>
Caja y Bancos		9,0
Créditos		33,3
Cartera de Valores:		50,3
Fondos Públicos	30,4	
Valores Industriales	19,8	
Activo Real		<u>7,4</u>
TOTAL DEL ACTIVO		100,—
<u>PASIVO</u>		
Cuentas de Capital		4,7
Depósitos:		95,3
a la vista	11,2	
de Ahorro	66,5	
a Plazo	17,2	
Ahorro-Vivienda	0,4	
Crédito del Banco de España		1,0
Otros Créditos		—
Otras Cuentas (netas) y Ajuste		<u>— 1,0</u>
TOTAL DEL PASIVO		100,—

ACTIVO = PASIVO, 351.439

*Fuentes:* CONFEDERACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORRO  
Y BANCO DE ESPAÑA.

Las Instituciones Oficiales de Crédito comprenden seis entidades: Banco de Crédito Agrícola, Banco de Créditos a la Construcción, Banco de Crédito Industrial, Banco de Crédito Local, Crédito Social Pesquero y Banco Hipotecario. El sistema responde a la intención del Estado de recoger fondos, detrayéndolos de los circuitos privados, para canalizarlos hacia los sectores que estime más convenientes y que el propio nombre de los bancos hasta cierto punto indica, en forma de préstamos a medio y largo plazo. Su

importancia respectiva varía bastante; el más importante es el Banco de Crédito Industrial, seguido del de Crédito a la Construcción y el de Crédito Agrícola. Por encima de los Bancos Oficiales está el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, al cual le está encomendada la dirección de los mismos y una serie de misiones referentes a la financiación a largo plazo de la economía (fiscalización de créditos especiales, de emisiones de títulos de renta fija, concesión de créditos a plazo superior a 18 meses).

*Crédito Oficial*

31 - XII - 67

Caja y Bancos	1,0
Créditos al Sector Público	14,6
Créditos al Sector Privado	84,0
Activo Real	0,4
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>100,—</b>

Cuentas del Capital	3,4
Dotaciones del Tesoro	78,8
Crédito Bancario	3,5
Cédulas en Circulación	12,1
Acreedores	1,7
Otras Cuentas	0,5
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>100,—</b>

ACTIVO = PASIVO, 196.378

*Fuente:* BANCO DE ESPAÑA.

La nota más destacada del crédito oficial se percibe al examinar la estructura del pasivo de su balance. En lugar de encontrar los depósitos como fuente de recursos vemos que su función está siendo cumplida por las dotaciones del Tesoro. En realidad, pues, se trata más de un organismo oficial que cumple las directrices del Gobierno en materia de inversiones que de un intermediario financiero puro.

Las compañías privadas de Seguros están sometidas también a una reglamentación cuidadosa de sus inversiones. Tienen que emplear un 21 por

ciento en fondos públicos, un 17 por ciento en inmuebles y un 15 por ciento en activos líquidos. Como ya dijimos antes la inflación que hemos sufrido durante los últimos años ha supuesto un rudo golpe para el ramo del Seguro de vida.

La Seguridad Social es un sistema que comprende el Instituto Nacional de Previsión, las Mutualidades Laborales, el Instituto Social de la Marina, las Compañías y Mutualidades de Accidentes de Trabajo, las Entidades colaboradoras del Seguro Obligatorio de Enfermedad, los Servicios de Trabajos Portuarios y los Servicios de Reaseguros. A raíz de la Ley de Bases de la Seguridad Social de 1963, ésta pasó de un sistema de capitalización a otro de reparto, con lo cual su actividad como intermediario financiero está llamada a desaparecer.

En cuanto a las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, y a las Entidades de Financiación de Ventas a Plazos, el escaso volumen de los Fondos que manejan puede deberse a lo reciente de su implantación o quizás a causas más profundas. En el caso de las primeras la falta de vigor de la Bolsa pudiera ser esa causa; con todo lo más prudente es reservarse el juicio de momento.\*

### c) *El Mercado de Valores*

Nuestro mercado secundario de valores se ha caracterizado en los últimos años por una clara atonía y por el seguro crecimiento de las emisiones de valores en términos absolutos. En este volumen de emisiones los valores privados representan por término medio el 65 por ciento correspondiendo el resto a los fondos públicos.

VOLUMEN DE EMISIONES NETAS DE VALORES MOBILIARIOS  
(millones de pesetas y porcentaje del total)

Años	Públicas	%	Privadas	%	TOTAL
1961	12.144	39	18.997	61	31.141
1962	2.470	10	22.622	90	25.092
1963	11.339	23	38.509	77	49.848
1964	20.562	35	38.079	65	58.641
1965	31.364	35	58.451	65	89.815
1966	30.228	32	63.277	68	93.505

Fuente: BANCO DE ESPAÑA.

La evolución de las emisiones públicas refleja importantes crecimientos en 1963, 1964 y 1965 y una pequeña disminución del 4 por ciento en 1966. Desde 1963 en que el Banco de Crédito a la Construcción, el Banco Hipotecario y el de Crédito Local emitieron 300 millones, las cifras de emisiones públicas recogen tan sólo las cédulas de Inversión y las obligaciones "I.N.I.-Empresas". Estas últimas han venido suponiendo alrededor de los 8,500 millones de pesetas por término medio, por lo que el aumento de la cifra global es atribuible a las cédulas.

El sistema de colocación de éstas da lugar a problemas no desdeñables, ya que esas colocaciones se venían concentrando en unas pocas operaciones masivas. Al objeto de evitar estos inconvenientes, el Ministerio de Hacienda autorizó un sistema de suscripción continua a través del sistema conocido con el nombre de "Ventanilla abierta", con lo cual los Intermediarios financieros podrán satisfacer sus necesidades de demanda a medida que vayan surgiendo. Bancos y Cajas de Ahorro son los principales solicitantes de esta clase de valores al tener que cumplir con un coeficiente de fondos públicos legal. Aun cuando se han lanzado emisiones de cédulas destinadas especialmente al público, la acogida dispensada por éste ha sido muy escasa y hay no pocas razones para pensar que en los últimos tiempos se ha estado desprendiendo de esta clase de valores.

Realmente, el actual sistema de emisión de fondos públicos introduce no pocos factores de rigidez en el mercado de valores. Parece claro que entre las posibles mejoras convendría considerar la introducción de una deuda a corto plazo fácilmente transmisibile. Se obtendrían así dos ventajas apreciables: el Tesoro podría allegar directamente fondos sin incrementar en mucho la carga financiera de la deuda y, segundo, la banca y las cajas de ahorro no se verían forzadas a adquirir fondos públicos en la cuantía en que lo hacen.

Las emisiones privadas muestran en estos tres o cuatro años un crecimiento firme de las acciones y un estancamiento, incluso una leve disminución, de las obligaciones. Si bien la cotización de los valores privados ha experimentado un descenso, éste ha sido más claro en las obligaciones que en las acciones. Existe ciertamente un factor técnico que puede reforzar la tendencia indicada: nos referimos a las ampliaciones de capital.

Esta debilidad de nuestra Bolsa puede explicarse, quizá, por una cierta discriminación fiscal, pero el factor más importante ha debido ser la reducción de los márgenes de beneficios consecuencia del creciente empeoramiento de la estructura financiera de nuestras empresas.

No obstante todo lo dicho, el público ha seguido adquiriendo valores privados en cantidades importantes, siempre por encima del 50 por ciento de las colocaciones. Por otra parte, es aún pronto para afirmar el papel que han desempeñado las Sociedades y Fondos de Inversión. Indudablemente, sería muy beneficioso para la evolución del mercado la aceptación por parte del público del nuevo tipo de activo a que ha dado lugar su creación.

d) *Eficacia del sistema financiero español*

Una vez señaladas las características más notables de nuestro sistema financiero, cumple ahora juzgar su eficacia a la luz de los principios teóricos que antes exponíamos. Utilicemos primero el criterio de la fluidez de demanda. Aquí el gran defecto de nuestro mercado es el casi absoluto predominio de la financiación a corto plazo.

DISTRIBUCIÓN POR PLAZOS DE LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO

Modalidad	1964		1965		1966	
	Millones de ptas.	%	Millones de ptas.	%	Millones de ptas.	%
Corto Plazo	57.594	67	93.279	65	61.685	55
Medio y Largo Plazo	28.138	33	50.762	35	51.584	45
TOTAL	85.732	100	144.041	100	113.269	100

Fuente: BANCO DE ESPAÑA.

La reforma de 1962 supuso un alivio a esta situación con la creación de los bancos industriales y la autorización en 1960 a la banca comercial para que pudiera conceder créditos hasta 18 meses sin previa autorización. Pero aunque la renovación del crédito a tres meses instrumentado en pólizas suele ser automática, *el sistema es extraordinariamente peligroso y se agrava dada la floja tasa de autofinanciación de nuestras empresas y el funcionamiento del sistema produce inexorablemente consecuencias discriminatorias para la pequeña y mediana empresa, que adquieren un matiz trágico cuando, en una coyuntura inflacionista, las autoridades monetarias se ven obligadas a moderar las tasas de crecimiento del crédito.*

Si la situación por lo que a fluidez de demanda respecta no es muy favorable, la fluidez de oferta deja también mucho que desear. Esto es debido, sobre todo, a que la estructura de los activos financieros detentados por el público se caracteriza por una fortísima concentración en los depósitos. Como ya antes dijimos, el 71 por ciento del ahorro financiero de nuestras familias está materializado en depósitos. Por el contrario, el porcentaje del ahorro contractual disminuye constantemente. Aun cuando en forma desmesurada, la primera característica de nuestro sistema refleja una tendencia universal: a saber, la preferencia de la cada vez mayor porción de ahorro medio por la liquidez. La segunda característica prueba los efectos degradantes que sobre cualquier modalidad de ahorro contractual tiene la persistencia de un clima inflacionista que favorece una actitud psicológica volcada a las colocaciones especulativas o a la inmovilización en activos reales.

Si pasamos ahora de la fluidez de oferta y de la de demanda a la del mercado financiero español, estamos ante toda una serie de inconvenientes que entorpecen su tarea de distribución y recolección de fondos prestables. Estos inconvenientes derivan, ante todo, de un exceso de reglamentación.

Los efectos perjudiciales de una excesiva reglamentación del mercado resaltan de modo especial en el caso del juego de los tipos de interés. Hace mucho tiempo que los economistas y los financieros razonables abandonaron el mito clásico de la flexibilidad perfecta de los tipos de interés. Pero de esta actitud de prudente realismo, no pocos Gobiernos han pasado a actuar como si el juego de los tipos de interés no tuviera ya papel alguno que desempeñar en la ordenación del mercado de capitales. En España están fijados legalmente todos los tipos de interés, tanto activos como pasivos — excepto, y desde hace poco, los de las operaciones con divisas convertibles admitidas a cotización — mediante el procedimiento de asignar un tipo único o tipos máximos, que en la realidad se convierten en tipos únicos, y todavía hay que añadir la creación de tipos subvencionados para el Crédito Oficial. Lo malo no es sólo que los tipos estén fijados, sino que adolecen — hagamos la salvedad de la reciente modificación — de una inmovilidad sólo comparable a la de las pirámides faraónicas (1). Esta características les priva de toda utilidad como instrumento coyuntural. Todos los subterfugios que se han empleado para acercar el coste del dinero a su nivel real han ser-

(1) Recuérdese que este discurso fue escrito y pronunciado a fines de 1968  
(Nota del Editor.)

vido únicamente para demostrar la necesidad de que el mercado vuelva a recobrar uno de sus atributos más importantes: a saber, el de cuadro institucional donde las tensiones de oferta y demanda se reflejan en arbitrajes reguladores de los cuales el prototipo más acabado son los tipos de interés.

*Dado este enmascaramiento de las fuerzas de oferta y demanda no es extraño que nuestro sistema financiero haya dado al observador profano una impresión engañosa de estabilidad. Normalmente esta estabilidad ha sido sinónimo de falta de competencia.* La fijación legal de los tipos de interés impide toda posibilidad de competencia entre las instituciones crediticias, a lo cual se viene a añadir el control que de la emisión de obligaciones lleva a cabo el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo.

Es por último evidente que en una "industria" tan reglamentada como ésta, se crea una situación de hecho que posibilita la eventual existencia de costes muy altos. A este respecto lo malo es que la reducción de costes es un punto que depende muy poco de la intervención pública y mucho de la competencia existente en el mercado. Es por esta vía, alentando una competencia más intensa que dé lugar a una mejor organización del mercado, por donde nuestras autoridades pueden contribuir a rebajar los costes de intermediación y a mejorar todo el sistema financiero español.

## VI. EL TRIÁNGULO MÁGICO PARA LA FORMACIÓN DEL AHORRO

En un país empeñado en la tarea de ordenar sus recursos económicos canalizándolos hacia los empleos más rentables, la actuación planificadora del gobierno aparece como un equilibrio entre los esfuerzos dirigidos a promover el acuerdo de los agentes económicos privados y el conocimiento de sus mutuos planes de inversión y endeudamiento, y la actuación del propio Poder Público encaminada a promover una actuación más flexible de los mecanismos económicos y un comportamiento menos "exógeno" del Gobierno.

El mercado financiero no representa una excepción a este cuadro general y el triple mecanismo de la política monetaria, la política fiscal y la política de la deuda pública puede y debe utilizarse por el Estado para incrementar su propio ahorro y para allanar los obstáculos y reforzar las invitaciones al ahorro privado.

Si tuviéramos que reducir a un esquema teórico lo más sencillo posible el funcionamiento de la política monetaria, diríamos que su manejo consiste

en influir, de una u otra forma, según el sistema monetario de cada país, sobre los flujos de demanda de bienes y servicios del público, utilizando para ello los efectos transmitidos por medio del abanico de activos con diversos grados de liquidez en poder de aquél.

Dentro de este esquema sobresalen dos clases de instrumentos: el tipo de redescuento del banco central y su conexión con los tipos de interés del mercado y, segundo, la utilidad de los coeficientes de reserva.

A caballo entre la propia política monetaria y la política de la deuda pública están las operaciones de mercado abierto. Aquí, respetando la tradición, las incluiremos en la política monetaria. Una vez concluido su examen veremos las perturbaciones que una equivocada concepción de la emisión de deuda pública puede imponer a un correcto funcionamiento del control monetario y cuáles serían las posibles soluciones.

Para terminar expondremos la enorme importancia que tiene la política fiscal para incrementar el ahorro.

#### a) *La política monetaria*

En su deseo de encontrar medios que hagan de sus intervenciones un instrumento eficaz para influir en las decisiones de los particulares, las Autoridades monetarias de todos los países occidentales se han ido convenciendo paulatinamente de la importancia de devolver al mercado su flexibilidad y su competencia. En esta dirección a nadie se le escapaba la necesidad de contar con unos tipos de interés dotados de la máxima flexibilidad. Y en este punto, como ya hemos dicho antes, la situación española deja bastante que desear. Durante mucho tiempo y debido a causas que tuvieron una justificación histórica, la estructura española de los tipos de interés se ha caracterizado por su rigidez, su falta de integración y la amplitud de los tipos subvencionados. Los inconvenientes que este estado de cosas ha originado son muchos y muy graves, pero los más importantes para el funcionamiento eficaz de la política monetaria deben mencionarse aquí: al mantener el precio del dinero a un nivel artificialmente bajo se daba lugar a situaciones asimétricas manifestadas en el trato discriminatorio que algunas empresas españolas han sufrido en épocas de escasez de oferta; la fijación por vía administrativa de los tipos de interés ha convertido en una especie de subvención presupuestaria a ciertos créditos oficiales, y ello ha hecho aparecer como rentables ciertos empleos económicos que indudablemente no lo eran y

cuyo coste ha gravitado sobre la totalidad del mercado; estos rasgos hasta aquí señalados han ayudado a mantener la existencia de unidades poco o nada competitivas que no hubieran podido sobrevivir en circunstancias más imparciales; esta estructura artificial de nuestros tipos de interés han aislado casi por completo al mercado español del extranjero; para terminar, la falta de integración ha hecho que los tipos de interés del mercado sean casi totalmente inflexibles a los cambios en los tipos-guía, como pudieran ser los del Banco de España.

Ante todo este cúmulo de desventajas, la única justificación del sistema pudiera residir en la existencia del clima de inflación que ha pesado sobre nuestro país en los últimos años, clima que habría embotado la sensibilidad de la demanda a las oscilaciones del tipo de interés, haciendo necesaria la existencia de otro instrumento de control más eficaz que aquél.

Lo cierto es que aun concediendo esto, tenemos que enfocar la política monetaria precisamente como un medio para combatir ese clima inflacionista, y ello supone necesariamente flexibilidad en el juego de los tipos de interés. Es indudable que en las actuales circunstancias, el equilibrio de ahorro e inversión se realizaría a niveles muy elevados, por lo que es preciso un cierto "intervencionismo". Quizás el procedimiento más conveniente consistiría en fijar topes máximos a los tipos de interés activos y pasivos de los bancos y las cajas de ahorro — manteniendo la actual remuneración de los depósitos a la vista —. Como medida complementaria habría que revisar el alza de los tipos activos del Crédito oficial y posiblemente los de los valores de renta fija.

Con objeto de hacer del tipo de interés un instrumento de control monetario, los tipos de interés activo de los intermediarios financieros deberían quedar ligados a los del Banco de España gracias a la existencia de márgenes diferenciales constantes. Ello exige dos cosas: primero, que el Banco de España acometa una simplificación de la complejísima estructura de tipos de interés que regula sus operaciones con la banca, procediendo a establecer sólo dos tipos, el de redescuento y el de pignoración; segundo, que ninguno de los tipos aplicados por los intermediarios financieros que prestan fondos al público sea inferior al menor de los tipos-guía establecidos por el Banco de España.

Al establecer este nexo de unión entre el tipo de interés del mercado y el tipo de redescuento del Banco Central, este último ha de tener presente el nivel de tipos de interés que le interesa predomine en la economía. Ahora

bien, una política así por parte del Banco Central está condicionada a que el Gobierno no adopte instrumentos de financiación cuya monetización sea independiente de la voluntad del Banco Central, pues éste se verá entonces obligado a adoptar un actitud pasiva, contemplando impotente cómo el control de la oferta monetaria se le escapa de las manos. En nuestro país, la política monetaria ha padecido y padece este mal. Hasta 1959 el tipo de redescuento era prácticamente inútil por la existencia del sistema de pignoración; desde hace un par de años a este obstáculo, cuya importancia venía disminuyendo poco a poco, ha sustituido otro que amenaza con ser igualmente perturbador para la política de control monetario. Me estoy refiriendo a la creación automática de liquidez a través del actual sistema de líneas de redescuento especial. El aumento de estas últimas, ha sido especialmente fuerte en los cuatro últimos años, en los cuales sus límites disponibles han pasado de 13.800 millones de pesetas en 1964, a 15.827 en 1965, a 20.880 en 1966 y a 30.344 en 1967. Si lo que nos interesa es el redescuento efectivo, las cifras para iguales fechas fueron 6.219, 7.856, 12.754 y 19.671, o sea, una tasa de crecimiento en 5 años del 316 por ciento.

REDESCUENTO ESPECIAL  
(*millones de pesetas*)

Años	Límite de las líneas	Redescuento
1963	9.806	5.141
1964	13.800	6.219
1965	15.827	7.856
1966	20.880	12.754
1967	30.344	19.671

Fuente: BANCO DE ESPAÑA.

Estas operaciones entrañan un peligro para el control monetario que reside en que, por ser normalmente operaciones a largo plazo, las autorizaciones de redescuento automático, efectuadas por el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, se convierten en una obligación para el Banco de España de crear caja en un determinado momento elegido por la banca, y ello con total independencia de la situación monetaria del momento.

Ésta es, pues, la difícil situación en que se mueve el control monetario en España, dejando abiertos innumerables portillos por donde pueden filtrarse fuerzas cuya conjunción desencadena situaciones de tensión claramente perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero y, por ende, para el ahorro.

En semejantes circunstancias, nos conviene examinar ahora las posibilidades de control abiertas por el manejo de los coeficientes de reserva.

El *coeficiente de caja* establece un porcentaje entre la caja y el total de los depósitos. Este coeficiente tiene sentido cuando el Banco Central está en situación de controlar la base monetaria del sistema e indirectamente el encaje bancario. Así sucede en nuestro país donde la banca puede aumentar su coeficiente de caja utilizando sencillamente el disponible, ya que éste no le cuesta prácticamente nada.

A esta razón fue debido el nacimiento del *coeficiente de liquidez*. Este tipo de coeficiente es el más adecuado cuando la actuación del Ministerio de Hacienda ha proporcionado a la banca activos automáticamente monetizables. En España dicho coeficiente pretende evitar la monetización de la demanda automáticamente pignorable, pero la verdad es que hubiera podido evitarse subiéndolo considerablemente el tipo de pignoración, complementando esta medida cuando fuese necesario con el empleo del coeficiente de fondos públicos.

Pero aún suponiendo que el funcionamiento de nuestros coeficientes de caja o de liquidez fuese correcto, ello no eximiría de algunos peligros derivados de su manejo, y en especial de que la banca acabase acostumbrándose al límite superior de la franja normal de variación de los coeficientes.

De esta forma evitaría el ajustarse a los movimientos impuestos en la fase de alza, con lo que se originaría una zona en la cual la variación de los coeficientes sería inoperante.

Así, pues, el instrumento más eficaz de control monetario serían las operaciones de mercado abierto del banco central, merced a las cuales éste influye en la liquidez del sistema. Desgraciadamente, dada la estrechez de nuestro mercado secundario de valores, la entrada decidida del Banco de España comprando o vendiendo fondos públicos originaría violentas alteraciones en el mercado. Y no sólo existe este peligro, sino que estas operaciones muy bien pudieran emplearse para apoyar las emisiones de deuda pública o, lo que es peor, para sostener la cotización de ciertos valores privados que atraviesan por una coyuntura difícil.

### b) *La política de la Deuda Pública*

En todo lo dicho con anterioridad hemos visto más de una vez cómo las dificultades a la flexibilidad y eficacia del mercado financiero provenían de una intervención excesiva del Sector Público. Dentro de una economía en vía de expansión como es la nuestra, el Sector Público adquiere cada día una importancia mayor y es lógico que este peso se manifieste en un volumen fuerte de deuda pública que, de una u otra forma, incida sobre la política monetaria.

La circunstancia de que en España no hayamos contado con una deuda a corto plazo, nos ha evitado los problemas derivados de la necesidad de refinanciaciones periódicas y la necesidad de instrumentar una política monetaria que no chocase con esas necesidades de refinanciación. Nos ha evitado igualmente, la formación de una zona a corto plazo de la deuda, zona muy líquida y que la banca estaría en condiciones de utilizar como colchón amortiguador de las restricciones de la base monetaria impuestas por el Banco Central. Por el contrario, *la estructura de nuestra deuda pública nos ha expuesto de lleno al peligro de ver cómo el Estado fuerza el mercado, haciendo perder al Banco Central el control de la oferta monetaria.*

Como se ha advertido antes al hablar del mercado de valores, actualmente la colocación de deuda pública está asegurada automáticamente mediante el manejo del coeficiente de fondos públicos de bancos y Cajas de Ahorro. La colocación de cédulas en el público debe ser pequeñísima y sus adquirentes son particulares casi en un 100 por ciento. Como es lógico el ahorrador prefiere colocaciones mucho más líquidas y fácilmente negociables.

En este sentido la creación de una deuda a corto plazo — tres o seis meses — vendría indudablemente a llenar un hueco en el mercado español. Si fuese fácilmente negociable muchos ahorradores encontrarían en ella una combinación de rentabilidad y liquidez muy atractiva. Por otro lado, algunas grandes empresas españolas que a veces se encuentran con excesos de tesorería podrían hacer uso de este activo. Pero toda esta demanda presentaría además una ventaja indudable, la de permitir rebajar notablemente los niveles del coeficiente de fondos públicos que en la actualidad soportan bancos y cajas de ahorro.

El posible encarecimiento que esto representaría para la carga financiera

de la deuda pública es una objeción de peso que trae de la mano el tema del “aislamiento” de la deuda; es decir, la actuación de las autoridades creando una obligación de adquirir deuda a los grandes intermediarios financieros, lo cual crea una demanda artificial que permite reducir sus tipos de interés.

Es indudable que entra dentro de las reglas del juego el que el Gobierno pretenda reducir la carga financiera de la deuda y para ello existen varios medios, uno de los cuales es la “máquina de hacer billetes”, pues al fin y al cabo ésta es una clase de deuda que no soporta ningún tipo de interés.\* Lo que sucede es que este objetivo suele chocar inevitablemente con otro del propio Gobierno, cual es el manejo de la oferta monetaria del sistema.

La solución resulta en verdad difícil. Probablemente aquí, como en otras muchas cosas, lo aconsejable sea una solución ecléctica basada en un mecanismo institucional que sin poner en duda la supremacía del Gobierno en el control y en la fijación de los objetivos de la política financiera, permita desarrollar al Banco Central, en este caso el Banco de España, una política monetaria relativamente independiente, al tiempo que encomienda a las Instituciones Oficiales de Crédito al manejo de una deuda de forma tal, en lo que se refiere a coste, que no congele la necesaria flexibilidad del mercado de fondos prestables.

### c) *La política Fiscal*

Como consecuencia lógica de sus esfuerzos por aumentar el desarrollo económico nacional, los Gobiernos han concedido una atención privilegiada a la función clave que puede desempeñar la política fiscal en este terreno. Una simple referencia a todos los medios factibles rebasaría mis intenciones y el cuadro actual porque, en efecto, la política fiscal puede encaminarse a varios objetivos. Uno de ellos es la reducción de impuestos a aquellas personas que realicen una actividad que se considere de interés el estimularla; ya sea la construcción de viviendas, el ahorro privado o alguna otra. Ahora bien, el aspecto más importante de esta política de incentivos fiscales es su empleo como medio de incrementar la producción industrial, especialmente a través del estímulo a la inversión.\*\* En este caso concreto las medidas que vienen a nuestra imaginación son muchas y muy variadas: medidas destinadas a promover la investigación científica, a permitir una amortización acelerada, a otorgar créditos fiscales a la inversión, a conseguir un cam-

bio gradual hacia sistemas de reducción en el impuesto general sobre la renta de las Sociedades, etc.

En este terreno, nuestro Gobierno ha tomado ya medidas importantes y hay que esperar que el Ministerio de Hacienda siga hallando fórmulas imaginativas que ayuden a acelerar nuestra tasa de formación de capital fijo.

En el terreno concreto de la formación de ahorro financiero hemos visto antes que las medidas habían sido más bien escasas. Apoyo a ciertas modalidades de ahorro contractual, reducciones en el impuesto general sobre la renta de las personas físicas para los seguros de vida, y poco más. En realidad no hay mucho que lamentar. La opinión de los expertos está muy dividida en este punto concreto. Las incitaciones al ahorro a través de este medio no sólo pueden suponer un coste para el Tesoro superior a los beneficios obtenidos con la política de promoción del ahorro, sino que es probable beneficien a los grupos de renta más elevada y que, además, produzcan un enturbiamiento del mercado financiero.

Es hacia una mayor flexibilidad, competencia y automatismo del mercado financiero hacia donde deben dirigirse los esfuerzos de todos, públicos y privados. Hay que liberarse de la mentalidad detallista que regula hasta la más mínima operación activa de la banca y las Cajas de ahorro, en beneficio de un enfoque que sea intervencionista únicamente cuando el funcionamiento del mercado se aparte de forma indudable de los objetivos de fomento del ahorro, justa distribución de las rentas y crecimiento constante de la inversión. En resumen, cuando el mercado no contribuya a hacer del ahorro el pilar del desarrollo español.

## Í N D I C E

### I. INTRODUCCIÓN

### II. LOS ANTECEDENTES TEÓRICOS

- a)* Ahorro e inversión en el modelo económico clásico.
- b)* Keynes y los obstáculos al pleno empleo derivados del equilibrio ahorro-inversión.
- c)* Las modificaciones Hicks-Hansen al modelo keynesiano.
- d)* Los modelos de desarrollo económico y el problema de la acumulación de capital.

## III. LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

- a) Las necesidades generales de financiación.
- b) Problemas de asignación de recursos financieros entre los sectores económicos.
- c) Un problema clave para el desarrollo español: la financiación de las Empresas.

## IV. LA FORMACIÓN DEL AHORRO

- a) La formación del ahorro privado.
- b) La composición del ahorro de las Economías Domésticas en España.
- c) Las incitaciones al ahorro financiero.

## V. LA DISTRIBUCIÓN DEL AHORRO

- a) Importancia del mercado financiero en España.
- b) Las instituciones financieras.
- c) El mercado de valores.
- d) Eficacia del sistema financiero español.

## VI. EL TRIÁNGULO MÁGICO PARA LA FORMACIÓN DEL AHORRO

- a) La política monetaria.
- b) La política de la Deuda Pública.
- c) La política Fiscal.

## BIBLIOGRAFÍA

## I. INTRODUCCIÓN

- \* — J. Tinbergen, *The Optimum Rate of Saving*, en *Economic Journal*, diciembre 1956.

## II. LOS ANTECEDENTES TEÓRICOS

- \* — Gardner Ackley, *Macroeconomic Theory*, New York, 1961.
- \*\* — Luis A. Rojo, editor, *Lecturas sobre la Teoría del Desarrollo Económico*, Madrid, 1966.

## III. LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

- \* — Edward Denison, *The Sources of Economic Growth in the United States*, 1962.

## IV. LA FORMACIÓN DEL AHORRO

- \* — Harry G. Johnson, *The Political Economy of Opulence*, en *Money, Trade and Growth*, Londres, 1962.
- \*\* — O.C.D.E., *Comité des Transactions Invisibles, Études Sur les Marchés de Capitaux*, París, 1967.
- \*\*\* — Instituto Nacional de Estadística, *Informe sobre la Distribución de Rentas*, Madrid, 1965, 1966, 1967.
- \*\*\*\* — Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, *Memoria del Crédito Oficial*, Madrid, 1967.
- \*\*\*\*\* — Margaret Wray, *Building Society Mortgages and the Housing Market*, *Westminster Bank Review*, febrero 1968.

## V. LA DISTRIBUCIÓN DEL AHORRO

- \* — Jean-Claude Faffa, *Les sociétés d'Investissement et la gestion collective de l'apargne*, París, 1963.

## VI. EL TRIÁNGULO MÁGICO PARA LA FORMACIÓN DEL AHORRO

- \* — James Tobin, *An Essay on Principles of Debt Management*, The Commission on Money and Credit, *Fiscal and Debt Management Policies*, New Jersey, 1963.
- \*\* — J. Heller y K. M. Kauffman, *Incentivos Fiscales para el Desarrollo Industrial*, México, 1965.
- R. A. Musgrave, *Effects of Tax Policy on Private Capital Formation*, The Commission on Money and Credit, *Fiscal and Debt Management Policies*, New Jersey, 1963.
- Challis A. Hall, Jr., *Fiscal Policy and Stable Growth*, New York, 1963.

3) *Palabras finales, por el Presidente perpetuo de la Corporación*

Difícil es, en verdad, el intento de resumir en breves palabras el contenido del enjundioso Discurso de Ingreso de nuestro recipiendario, porque a lo largo del mismo hemos podido captar, de una parte, la profundidad de sus ideas y, de otra, la claridad de su verbo, cualidades cada día menos concurrentes en la oración científica de nuestra ciencia. De ahí la dificultad

con que tropieza quien, cual el que tiene el honor de dirigirles la palabra en estos momentos, debe resaltar los puntos más brillantes de la oración del nuevo Académico.

Mas no son tan sólo la profundidad ideológica y la claridad expositiva las virtudes más destacables del Discurso, sino que, para completar el silogismo, aparece en él la tercera de ellas en forma de independencia para decir lisa y llanamente, pero con absoluto rigor científico, cuanto desde su punto de vista analítico debe ser ensalzado y cuanto, por su parte, debe estimarse política o económicamente erróneo.

Ya en el planteamiento del tema, el Sr. Coronel de Palma tuvo especial cuidado en señáarnos el alcance del ahorro y la inversión a través del modelo económico clásico — Loderdale, Ricardo, Say, Smith, Malthus, principalmente — deteniéndose en el análisis de las aportaciones de Wicksell, hasta abocar en el modelo de Keynes y en el examen de las modificaciones introducidas en este último por Hicks y Hansen, sin olvidar las soluciones complementarias de Domar y Harrod.

Adentrándose ya en el estudio de las necesidades de la financiación, después de estudiar los problemas derivados de la asignación de recursos financieros entre los sectores económicos, plantea un problema clave para el desarrollo español: la financiación de las Empresas. Es aquí que su estudio sobre la composición de la formación bruta de capital fijo, a través del análisis selectivo de los datos estadísticos correspondientes a distintas naciones, incluyendo España, es altamente aleccionador, porque enfoca la problemática de la autofinanciación analizando exhaustivamente sus ventajas e inconvenientes.

No podía faltar, en un trabajo de la categoría del que nos ocupa, el estudio de la formación y la distribución del ahorro, tema que nuestro recipiendario, a través del mirador que para él constituye la Dirección General de la Federación Española de Cajas de Ahorro, conoce a fondo y plantea en sus justos términos, permitiéndole afirmar, en cuanto a la distribución, que “cometemos un error cuando, implícita o explícitamente, ligamos la eficacia del mercado financiero a su tamaño relativo”, porque “la causa profunda de esa eficiencia reside en cualidades tales como la fluidez de oferta y demanda de fondos prestables, su competitividad y estabilidad, sus costes de funcionamiento, etc. Es decir, reside en causas *cualitativas*”.

Concretándose a nuestra propia problemática, son de enorme interés sus comentarios sobre la eficacia del sistema financiero español, del que, en

cuanto a la fluidez de la demanda, señala el gran defecto de nuestro mercado en el que predomina de manera casi absoluta la financiación a corto plazo. “El sistema — afirma — es extraordinariamente peligroso y se agrava dada la floja tasa de autofinanciación de nuestras empresas y el funcionamiento del sistema produce inexorablemente consecuencias discriminatorias para la pequeña y mediana empresa, que adquieren un matiz trágico cuando, en una coyuntura inflacionista, las autoridades monetarias se ven obligadas a moderar las tasas de crecimiento del crédito.”

“Si pasamos ahora a la fluidez de la demanda — prosigue el Sr. Marqués de Tejada — estamos ante toda una serie de inconvenientes que entorpecen su tarea de distribución y recolección de fondos prestables”, derivados ante todo de un exceso de reglamentación que afectan de modo especial al juego de los tipos de interés que, en España, están fijados legalmente. No es extraño — añade — que nuestro sistema financiero haya dado al observador profano una impresión engañosa de estabilidad. Normalmente, esta estabilidad ha sido sinónimo de falta de competencia.”

Por último, ha afrontado el estudio del que, en frase oportuna, denomina triángulo mágico para la formación del ahorro, es decir: la política monetaria, la de la Deuda Pública, y la Política Fiscal; en cada una de las cuales, de forma incisiva y aguda ha señalado oportunas directrices de buen gobierno y, por ende, de adecuado encauzamiento del desarrollo económico.

Por regla general, todos y cada uno de los Discursos de Ingreso en la Academia, constituyen auténticas lecciones magistrales. La de hoy, dentro de la tónica, supone una brillantísima aportación al estudio de la problemática del ahorro versus desarrollo económico, que debe ser meditado muy seriamente y tenido en cuenta si, como estoy convencido es el propósito del Gobierno, vamos a afrontar un auténtico desarrollo económico y social de nuestra Patria a través de ese Segundo Plan que tan apasionadamente se discute y analiza en sus distintas facetas por la Comisión correspondiente de las Cortes Españolas.

Nuestra más sincera felicitación al Excmo. Sr. don Luis Coronel de Palma, Marqués de Tejada, por su magnífico discurso de ingreso en esta Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, en la que le recibimos con los brazos abiertos dándole cordialmente la bienvenida.