

## EL PAPEL DE LAS FINANZAS EN LA ECONOMÍA ACTUAL

*Rafael Termes*

Corrientemente, se dice que los factores determinantes del crecimiento económico son el ahorro y la dotación de capital físico, tecnológico y humano; todo lo cual reclama inversión en infraestructuras, en investigación, desarrollo e innovación, así como en educación y formación, aspectos en los que todo el mundo está de acuerdo en que los esfuerzos que se realicen para elevar el nivel en que se hallan en cada país, respecto a los restantes países, redundarán en el aumento de la productividad y, consiguientemente, de la competitividad del país en cuestión y, finalmente, en el disfrute de un PIB per cápita, que es tanto como decir de un nivel de vida, superior al de los países con los que la comparación ha sido establecida.

Hay un factor que no figura entre los que acabo de enumerar y que, sin embargo, late en el título de la ponencia que la asociación Aljibe, organizadora de este Foro de Empresarios de Cáceres, me ha pedido que desarrollara esta tarde: la financiación. La pregunta que inmediatamente surge de este hecho es si, al margen de los factores que tradicionalmente explican el crecimiento de la economía, existe alguna relación entre la financiación y el desarrollo económico y, en el supuesto de que así sea, ver en que situación se halla esta relación en el momento actual de la economía española.

Es evidente, y por lo tanto no vale la pena detenernos mucho en ello, que en el ámbito de las empresas que, en definitiva, son las que originan el desarrollo, la función financiera, sin ser la más importante, ya que le superan el producto, la comercialización y las relaciones humanas, la función financiera, digo, tiene carácter ineludible. En efecto; por muy acertado que sea el producto, por buenos que sean los canales de comercialización, por alta que sea la eficiencia, fruto de una acertada conjunción entre tecnología y factor humano, si la empresa no está bien financiada, tanto desde el punto de vista de la liquidez y la solvencia como de la rentabilidad, la empresa acaba hundiéndose, haciendo inútil los éxitos logrados en los otros aspectos.

Pero hoy no se trata de esto. Pienso que lo que nos interesa comentar tiene relación, no tanto con la financiación de cada empresa, sino más bien con el funcionamiento del sistema financiero en orden a ver, como dije hace

un momento, si el sistema financiero puede, o debe, ser añadido a los tradicionales factores del desarrollo económico.

\* \* \*

Hasta hace relativamente poco tiempo se pensaba que el sistema financiero seguía al sector empresarial, canalizando hacia la inversión, a demanda del empresario, la financiación obtenida del ahorro de las familias. Es algo que se expresaba diciendo que "el sistema financiero es la criada de la industria". Pero en tiempos recientes, siguiendo la línea que ya en 1912, en forma pionera, apuntó Schumpeter, se tiende a creer que un buen sistema financiero espolea la innovación tecnológica, identificando y financiando a los empresarios capaces de innovar con éxito en el producto y en el proceso de producción.

En esta corriente destacan los trabajos de Ross Levine, de la Universidad de Minnesota, quien asegura que "un creciente volumen de trabajo, tanto teórico como empírico, tiende a empujar incluso a los escépticos hacia la creencia de que el desarrollo de las instituciones y mercados financieros es un determinante del crecimiento económico, más que un acompañamiento o una respuesta pasiva a este crecimiento". Levine y los que participan de su pensamiento afirman que existen relaciones intrínsecas entre intermediación financiera y productividad, y que, dado que, como es sabido, las mejoras en la productividad inciden, a largo plazo, en el nivel de desarrollo económico y en la tasa de crecimiento del producto, es posible mantener que el desarrollo económico sostenido resulta de la combinación no sólo de la actividad empresarial y la inversión en capital tangible e intangible, sino también de la intermediación financiera.

Mediante la aplicación de técnicas estadísticas a un amplio conjunto de países, los autores citados concluyen que existe una clara correlación positiva entre la rapidez del crecimiento económico y determinados indicadores del sistema financiero, entre los que descuella el tamaño. Por lo que se refiere a este indicador, Levine sugiere "si se aumenta el tamaño del sector financiero se producirá un importante efecto positivo sobre el crecimiento económico: *grosso modo* -dice- podría eliminarse un tercio de la brecha entre los países que crecen más deprisa y los que lo hacen más lentamente, aumentando el tamaño del sector de intermediación financiera de estos últimos desde su valor medio hasta el valor medio correspondiente a los países de crecimiento más rápido.

A efectos de lo que vamos diciendo, no hay que olvidar que el sistema financiero no queda limitado al sector bancario, en su primordial misión de otorgante de crédito, sino que, en orden al desarrollo de la economía, hay

que tener también presente el papel desempeñado por el mercado de valores. De forma que, si la teoría que estoy exponiendo resultara válida, podría afirmarse que tanto el comportamiento bancario como el tamaño y la liquidez del mercado de valores influyen positivamente en el crecimiento de la economía y, una vez que se han aislado los efectos presuntamente debidos a la renta inicial, la inversión en educación, la estabilidad política, la política fiscal, la libertad de comercio, la estabilidad macroeconómica y las expectativas sobre la evolución de la Bolsa, los indicadores del sistema bancario y del mercado de valores, constituyen sólidos predictores de la tasa de ahorro, la acumulación de capital, la mejora de la productividad, y la tasa de crecimiento real del PIB, que serían las cuatro variantes dependientes de los indicadores relativos al sistema bancario y al mercado de valores, funcionando como variables independientes.

No obstante, esta teoría, que pretende ver una relación de causalidad entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico, no es compartida por todos los autores, y no son pocos los que continúan pensando que "donde la empresa dirige, las finanzas siguen". Desde luego que nadie discute el hecho, sin duda observable, de que el desarrollo financiero corre parejo con el desarrollo económico, pero ello no implica forzosamente causalidad entre lo primero y lo segundo. De hecho, la relación puede ser inversa, y también puede suceder que ambos hechos concomitantes sean debidos a una o más causas no identificadas. En efecto "es difícil establecer con seguridad la dirección de la causalidad, esto es, decidir si los factores financieros son responsables de la aceleración del desarrollo económico o si el desarrollo financiero es el reflejo del crecimiento económico, cuyo origen debemos buscar en otra parte". Desde luego que nadie discute que el desarrollo financiero es bueno para el desarrollo económico y que la restricción financiera tiene graves efectos negativos sobre el crecimiento. Y, por lo tanto, dejando a los investigadores empíricos la tarea de descubrir la dirección de la causalidad, si existe, la conclusión sería que es más importante preocuparse por las distorsiones que sobre el sistema económico pueden producir las restricciones impuestas al sistema financiero que confiar excesivamente en que el simple desarrollo de éste será causa de un mayor crecimiento del PIB, en ausencia de otros factores determinantes, sin duda, de mayor peso.

\* \* \*

Viendo el caso español, que es lo que, supongo, más interesa en este foro, es un hecho probado que, en los últimos 16 años, la economía española, medida en términos de Producto Interior Bruto, a precios corrientes de mercado (PIBpm) dividido por el número de habitantes, es decir el PIBpm

per cápita, expresado en unidades de paridad de poder de compra (PPC), que es una unidad de cuenta que elimina el efecto de los precios relativos, ha crecido más que el PIBpm per cápita de la media de la Unión Europea de los quince (UE-15). En efecto; entre 1987 y 2003, el PIBpm per cápita español ha crecido a razón del 5,53% anual compuesto frente al 4,53% de la UE-15. Aunque en estos 16 años la diferencia de crecimiento entre España y la UE-15 ha tenido altibajos, pasando incluso a ser negativa en algunos períodos, lo cierto es que, expresado siempre en unidades PPC, el PIBpm per cápita español que en 1987 equivalía al 73,6% de la media de la UE-15, en 2003, según los últimos datos disponibles, representa el 85,8%. Es decir, nuestro nivel de convergencia con la Unión Europea, desde 1987 hasta hoy, ha avanzado 12,2 puntos porcentuales; si bien la mayor parte de esta mejora, 8,2 puntos porcentuales, se ha logrado entre 1994 y 2003. Por lo tanto, cabe afirmar que la economía española, sobre todo en las dos últimas legislaturas, ha crecido en forma muy satisfactoria. Es evidente que, al margen de las políticas más o menos acertadas del Gobierno, el mérito esencial del desarrollo económico español hay que atribuirlo al dinamismo creativo del sector empresarial que ha sabido aprovechar las coyunturas externa e interna, poniendo en juego los tradicionales factores determinantes del desarrollo que al principio enumerábamos. Lo que ahora nos quedaría por ver es como, durante este período, ha evolucionado el sistema financiero y si, sea anticipándose sea siguiendo, ha contribuido o ha hecho posible el desarrollo de la dinámica empresarial.

Empezaremos por recordar que, en términos generales, un sistema financiero podrá calificarse de eficiente cuando cumpla satisfactoriamente el cometido de captar el ahorro de las unidades que, después de satisfacer sus objetivos de inversión y consumo, dispongan de capacidad de financiación para canalizarla hacia aquellas unidades que, para cubrir sus objetivos de inversión, presenten necesidad de financiación. Y se podrá decir que este cometido se ha realizado satisfactoriamente cuando las condiciones de remuneración, seguridad y liquidez de los depósitos o equivalentes instrumentos de captación de recursos, por un lado, y las características de disponibilidad, coste y plazo de la financiación otorgada, por otro lado, produzcan la óptima captación y asignación de recursos.

Tanto la teoría como la experiencia dicen que este óptimo se produce cuando el sistema opera en condiciones de libre competencia entre las instituciones que componen el sistema. Y es evidente que, de forma gradual pero persistente, el sistema financiero español en las últimas décadas se ha ido liberando de las rígidas normas que en épocas anteriores le tenían atenazado, y ha podido actuar en un ámbito cada vez más competitivo, en

beneficio de los usuarios del sistema, sean clientes de activo o lo sean de pasivo.

En este clima de libertad el sistema ha crecido de forma congruente con el crecimiento que, hace un momento, hemos detectado para la economía en general. En efecto; el activo del balance total de las instituciones financieras monetarias -que comprenden el Banco de España, los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito, los establecimientos financieros de crédito, el crédito oficial y los fondos del mercado monetario- ha pasado de 902 miles de millones de euros en diciembre de 1993 a 1.653 miles de millones de euros en noviembre de 2003, lo que significa un crecimiento del 7,5% anual compuesto a lo largo de los 10 años considerados.

En lo que se refiere al mercado de valores, las estadísticas de la Bolsa de Madrid nos dicen que la capitalización total, a precio de mercado, tanto de los títulos de renta variable como los de renta fija, públicos y privados, a pesar de los períodos de mercado bajista, ha pasado de 151 miles de millones de euros en 1993 a 584 miles de millones de euros en 2003; lo que supone un crecimiento del 14,5% anual compuesto en los 10 años. Por lo que respecta a la contratación, que puede tomarse como exponente de la liquidez del mercado, la cifra ha pasado de 44 miles de millones en 1993 a 340 miles de millones en 2003, lo que equivale a un crecimiento del 22,7% anual compuesto. Estos datos sobre capitalización y contratación ponen de manifiesto no sólo el fuerte crecimiento del mercado sino la extraordinaria mejoría de su liquidez, como lo prueba que la relación entre contratación y capitalización ha subido desde el 28,9% en 1993 al 58,3% en 2003.

\* \* \*

Dentro de este contexto de crecimiento, me parece que puede ser interesante ver los cambios habidos, algunos muy notables, en las maneras de prestar el servicio financiero, para lo cual me limitaré a dar algunas pinceladas, advirtiendo que, si bien para mayor facilidad me refiero, por lo general, a la banca, hay que entender que los fenómenos descritos abarcan, casi siempre, a la totalidad del sistema financiero.

- La **primera** pincelada se refiere al fenómeno de la concentración bancaria encaminada a lograr un tamaño de las instituciones que sea capaz de atender a operaciones, nacionales e internacionales, de mayor envergadura; aunque, al no ser evidentes en banca las economías de escala, las concentraciones se hayan realizado, en algunos casos, con

reducción de la rentabilidad de la institución resultante, respecto a la que tenían las entidades antes de la fusión o absorción.

- La **segunda** es para describir el paso de la banca monocanal, basada sólo en la red de sucursales, a una banca multicanal que distribuye sus productos, hace campañas comerciales y gestiona sus recobros, a través de sucursales, agentes financieros, banca telefónica, internet y, también, cajeros automáticos que, si bien, primordialmente, son "medios de pago", en cuanto dispensadores de efectivo, pueden ser también un canal de distribución, cuando se trata de cajeros desplazados de las sucursales, en los que se contratan servicios, se ordenan transferencias o se ejecutan operaciones varias a través de una conexión internet. Esta transformación ha tenido lugar en todos los países desarrollados con diferencias de intensidad que, a la postre, son de tiempo, ya que los países más atrasados van siguiendo lo que hacen los pioneros.

- La **tercera** pincelada concierne a la generalización de los sistemas de compensación electrónica, que empezó, hace ya muchos años, con el truncamiento de efectos y cheques, que quedaban retenidos en la sucursal que los descontaba, en vez de viajar a la de pago, la cual en vez de la letra, entregaba un recibo, en prueba de cumplimiento. Hoy las letras han prácticamente desaparecido y los recibos no se descuentan en forma de papel sino sobre la base de simple comunicación electrónica. Esta evolución ha venido acompañada de la extensión de las cámaras de compensación para pagos interbancarios, que reducen el riesgo y el número de flujos financieros, ya que las operaciones se liquidan por saldos y, con frecuencia, sólo después de confirmar las órdenes por las dos partes involucradas.

- Una **cuarta** pincelada servirá para descubrir el desarrollo masivo de los medios de pago, especialmente de las tarjetas de débito y crédito, tanto bancarias como de empresas. Se trata de un proceso, muy desarrollado en otros países y todavía en fase de introducción en España, donde el crédito al consumo sólo minoritariamente, aunque con visibles avances, se canaliza a través de verdaderas tarjetas de crédito. Gran parte de las actualmente llamadas tarjetas de crédito son en realidad tarjetas de débito de pago diferido. La brutal expansión del crédito al consumo, en países anglosajones, no se puede desligar del desarrollo de sistemas de tarjetas de crédito y otros instrumentos más ágiles que la histórica póliza de préstamo; lo cual permite augurar que, a no muy tardar, este desarrollo tendrá lugar también en España.

- La **quinta** pincelada será para señalar el desplazamiento de la generación de beneficio desde el pasivo -depósitos de clientes- basado en

la diferencia entre el coste de los depósitos y el interbancario, para buscarlo en el rendimiento de los préstamos y en las comisiones por intermediación. Las operaciones con menor valor añadido, como las tradicionales imposiciones a plazo fijo (IPF), sufren una fuerte contracción del margen, debido a la fuerte competencia y a su transformación en una "commodity" que permite su colocación a distancia -sin una base física-, con personal poco especializado, a partir de fuertes campañas de publicidad y de la colocación de grandes volúmenes con poco margen unitario de beneficio. El margen se genera en operaciones donde el valor añadido -por riesgo asumido, servicio al cliente o capacidad técnica o material de instrumentación- impide el tratamiento masivo.

Tanto es así que el mercado y, en especial, los analistas financieros, para opinar sobre las entidades de crédito, no miran tanto al crecimiento de los recursos de clientes, como al crecimiento del activo constituido por los créditos y demás inversiones en títulos de renta fija y variable. La razón es que, gracias al desarrollo del mercado interbancario y de su globalización, la financiación de los créditos no descansa ya en los depósitos de clientes sino, en gran medida, en los recursos procedentes del mercado interbancario internacional, en la emisión de deuda subordinada e, incluso, en la titularización de los créditos, hipotecarios o no, para ser colocados en bancos de inversión e instituciones de inversión colectiva, multiplicando así las posibilidades de expansión del crédito.

- **Sexta** pincelada: el cambio profundo habido en el personal de bancos, cajas de ahorros y demás entidades financieras. En dos aspectos. Por un lado, se ha pasado de un personal formado en el lugar de trabajo a otro que, al ser contratado, ya dispone, en gran medida, de titulación universitaria. Esta exigencia de una calificación técnica mayor es debida, por una parte, a la necesidad de atender a una clientela empresarial también cada vez más cualificada. Y, por otra parte, a la conveniencia de tener personal preparado para rotar en la colocación de productos financieros, ser capaz de introducir los de nueva aparición y estar al día en el uso de sistemas informáticos. En paralelo, se asumen responsabilidades más pronto, los directivos son mucho más jóvenes, y disminuyen las tareas de tipo puramente administrativo que son realizadas por los ordenadores de la entidad o se subcontratan con entidades especializadas. A mi juicio, en ningún otro sector empresarial tradicional, de la industria o los servicios, se ha producido un cambio tan drástico en la cualificación del personal. Equivaldría a concebir una fábrica o un gran almacén en los que todos los empleados y obreros hubieran sido reemplazados por universitarios; esto no ha ocurrido ni en las fábricas más robotizadas.

El otro aspecto del cambio en el personal responde al énfasis que las entidades ponen en la capacidad comercial de los empleados. Este énfasis refleja la pérdida de importancia de la función administrativa y la concepción de las entidades de crédito como redes de colocación de productos. Incluso en la banca que parece más sofisticada, la de inversión, las personas de punta, las que tienen mayor nivel de ingresos, son de hecho vendedores “vestidos” de técnicos financieros.

- **Séptima** pincelada: Fuerte y creciente desintermediación en la gestión de los recursos de clientes que se trasladan de los tradicionales depósitos a los fondos de inversión y de pensiones. De tal forma que las entidades, al informar de su actividad y resultados, al importe de los recursos de clientes en balance, añaden el dato referente a todos los recursos intermediados: en balance y fuera de balance. Esto, como ya queda dicho, supone reducir el margen de intermediación en intereses, compensándolo con el aumento de las comisiones.

La desintermediación en el pasivo, que es especialmente fuerte en los países anglosajones, tiene lugar también en el crédito, pero en este terreno la anticipación de Estados Unidos sobre el resto del mundo, incluida Europa, es enorme; aunque indica una tendencia que, con el tiempo, seguirán los restantes países. La balanza de la financiación de empresas en Estados Unidos ha pasado de los préstamos y créditos de los años 50 a la emisión de pagarés -“papel comercial”- de características diversas, que los bancos se encargan de colocar en el mercado, en condiciones que, comisión de colocación incluida, resultan mejores, para las empresas, que la contratación de pólizas de préstamo o crédito. Instrumentación que, como en otros campos ya citados, significa, para las entidades financieras, un desplazamiento de los ingresos desde el margen por intereses a la percepción de comisiones por colocación y gestión. Aunque en Europa, España incluida, también se ha producido este proceso, la profundidad del cambio es menor, por diversas razones como la dimensión de las empresas o los vínculos accionariales entre empresas y bancos en muchos países.

- **Octava** pincelada: Deslocalización de grandes operaciones financieras, de las que el mercado interbancario, del que ya hemos hablado, no es más que un ejemplo. Los mercados, en general, se han abierto mucho más -por la aparición del euro y por la desaparición de las barreras a los movimientos de capitales, principal causa de la globalización- multiplicando los flujos y facilitando la financiación de operaciones y proyectos empresariales.

\* \* \*

Esta enumeración de los cambios habidos, citados de forma que no significa el orden de importancia, no pretende tampoco ser exhaustiva. Podríamos citar otros aspectos, como, por ejemplo, la proliferación de las operaciones de "factoring", "leasing", y "renting" que, habiendo sido introducidas en el panorama financiero español de la mano de instituciones financieras especializadas, han pasado a ser de la competencia generalizada de bancos, cajas de ahorros y demás entidades financieras. También podríamos hablar, como otro ejemplo, de las opciones de compra y venta sobre valores cotizados que, entre otras cosas, facilitan la cobertura del riesgo inherente a estos activos. Todo ello completa un abanico de posibilidades para los usuarios del sistema que permite afirmar que en el sistema financiero español, hoy, no se echa en falta nada que, con mayor o menor desarrollo, pueda hallarse en los sistemas financieros más evolucionados del mundo.

Y me permite a mí concluir esta exposición señalando que, si, en el pasado que hemos examinado, el sistema financiero español ha corrido parejo con el crecimiento económico del país, sea como una causa más de este desarrollo, sea como una consecuencia del mismo, lo razonable es esperar que, en el recorrido que nos falta para alcanzar la plena convergencia con los países más ricos, el sistema financiero aportará los medios que hagan falta para ello.

Cáceres, 29 de enero de 2004