

EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL Y LA CONVERGENCIA REAL

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Rafael Termes Carreró *

El año 1998, al margen de los muchos incidentes y hechos desgraciados que lo han salpicado, ha sido, desde el punto de vista de la integración en Europa, un año feliz para España. En efecto; el día 4 de mayo se supo que, tras superar el examen sobre los criterios establecidos en el Tratado de Maastricht, con las cifras correspondientes al año 1997, España había sido admitida a participar, a partir del 1 de enero de 1999, en la Unión Monetaria Europea (UME), que integrará, por el momento, once países.

LA ENTRADA DE ESPAÑA EN LA UME

Es ciertamente satisfactorio que España haya sido aprobada, e incluso *cum laude*, para entrar en la primera ronda de los países que han de configurar la UME. Y lo es por varias razones. La primera porque, aun siendo incierto el resultado para nuestro país de la entrada en la Unión, parece a todas luces evidente que, para nosotros —tal vez otros países pueden pensar distinto—, sería peor quedarse fuera que estar dentro. La segunda, y más importante, es que los criterios fijados en el Tratado de Maastricht, que han servido para examinarnos, son buenos en sí mismos y todo país debería hacerlos suyos, aunque no hubiera existido nunca tal Tratado. En efecto; la tendencia al equilibrio presupuestario, el reducido endeudamiento público, la baja tasa de inflación, los tipos de interés reducidos y la estabi-

* Sesión del día 3 de noviembre de 1998.

lidad cambiaría son cosas buenas de por sí, y forzosamente redundan en el crecimiento de la inversión y el producto. Sin embargo, las exigencias de Maastricht han servido para que el actual Gobierno, con decidida voluntad de lograr el ingreso, pudiera justificar ante el país el empleo de políticas coherentes con el objetivo; las cuales, al amparo de una fase expansiva del ciclo económico, han servido para asegurar la admisión, contando, desde luego, con la benevolencia con que los examinadores, por razones políticas, nos han aplicado, como han hecho con los otros países, los criterios de convergencia.

En esta misma línea, 1998 hay que marcarlo con piedra blanca también porque durante este año se han ido afianzando las bases para que, una vez entrados en la unión monetaria, podamos hacer frente, de manera gradual, a las exigencias de equilibrio presupuestario que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reclama, aunque habría sido mejor acercarse ya a esta meta, aprovechando la buena racha económica para proponerse un objetivo de déficit más ambicioso que el que, sin duda, se logrará. Lo cual, si se hubiera hecho por el lado de la reducción del gasto público, no habría venido mal para, en la imposibilidad de aplicar una política monetaria más restrictiva, atacar la inflación, que no tenemos totalmente doblegada a nivel comunitario. Este hecho constituye, a mi juicio, el punto negro para nuestra competitividad dentro de la UME, donde entraremos con un tipo de interés que, forzosamente, será, poco más o menos, medio punto inferior al que, nuestra todavía autoridad monetaria, tras haberse resistido a un más rápido descenso, mantiene en estos momentos para oponerse al riesgo de consolidación de los rebrotes inflacionistas subyacentes, sobre todo en el sector servicios. Y pudiera muy bien suceder que el tipo de convergencia, estimado hoy en el 3,3 %¹, no fuera el adecuado para el nivel de inflación que tengamos en el momento de entrar en la UME, y que podría situarse entre 7 y 9 décimas por encima de la media de la Unión.

LA CONVERGENCIA REAL CON LA UME

Sin embargo, el gozo por haber logrado y la esperanza de conservar la convergencia nominal con los países de la unión monetaria no puede ocultar el hecho de que nos hallamos todavía lejos de la convergencia real con esos países,

¹ El día 3 de diciembre, los once países de la UME, incluida España, redujeron los tipos de intervención, bajándolos al 3%, salvo Italia que lo dejó, transitoriamente, en el 3,5%. Este hecho, suponiendo, como es verosímil, que el BCE mantenga este tipo a partir del 1 de enero de 1999, no hace más que reforzar el argumento del texto.

entendiendo por tal la coincidencia en lo que puede llamarse el nivel de vida y que, si bien cabe referir a otros indicadores, puede, en forma sencilla, aproximarse utilizando el PIB *per cápita*. La relación entre el PIB *per cápita* de cada país y el del país que lo tenga más elevado, o con la media del conjunto de todos ellos, constituye un adecuado indicador del grado de convergencia real. En estos términos, y medido por el patrón de poder de compra (PPC), que es una unidad de cuenta que permite efectuar comparaciones en términos reales, ya que en ella se ha corregido el efecto distorsionador de los distintos niveles de precios, en 1997, el PIB *per cápita* español —cuadro 1— ocupa el penúltimo lugar de los once países de la UME, sólo con Portugal por detrás (ya que Grecia no está entre los once), habiendo perdido desde 1992 un lugar en la clasificación, puesto que, en aquel año, el PIB *per cápita* de Irlanda sobrepasó el español. Si el PIB *per cápita*, en vez de medirlo en unidades PPC, se mide en ecus, a precios y tipos de cambio corrientes, España sigue ocupando el penúltimo lugar, aunque en este caso nos precede Italia, por debajo de Irlanda, que gana otro puesto en la clasificación.

De acuerdo con las estadísticas facilitadas por la Dirección General II de la Comisión Europea, publicadas en los últimos años por el Banco de España en el documento titulado «Cuentas financieras de la economía española», en 1997 el PIB *per cápita* español, medido en PPC, era igual al 77,7% del PIB *per cápita* medio de los 11 países que integran la UME. Teniendo en cuenta que en la media

CUADRO 1
PIBpm «per cápita» de los once países de la Unión Monetaria Europea (1997)

<i>A precios y patrón de poder de compra corrientes</i>			<i>A precios y tipos de cambio corrientes</i>		
	<i>PPC</i>	<i>Porcentaje</i>		<i>ECUS</i>	<i>Porcentaje</i>
Luxemburgo	31.500	164,2	Luxemburgo	33.006	173,6
Bélgica	21.456	111,9	Alemania	22.570	118,7
Austria	21.349	111,3	Austria	22.525	118,5
Alemania	20.844	108,7	Bélgica	20.998	110,5
Holanda	19.844	103,5	Francia	20.871	109,8
Francia	19.797	103,2	Finlandia	20.450	107,6
Italia	19.210	100,1	Holanda	20.232	106,4
<i>UME (11)</i>	<i>19.182</i>	<i>100,0</i>	<i>UME (11)</i>	<i>19.009</i>	<i>100,0</i>
Finlandia	18.726	97,6	Irlanda	17.860	94,0
Irlanda	18.389	95,9	Italia	17.237	90,7
<i>España</i>	<i>14.908</i>	<i>77,7</i>	<i>España</i>	<i>12.009</i>	<i>63,2</i>
Portugal	13.415	69,9	Portugal	8.998	47,3

Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras de la economía española (1988-1997)*.

de la UME entra España, que tira hacia abajo la media, dicho 77,7% equivale al 74,7% del PIB *per cápita* de los otros 10 países que acompañarán a España en la unión monetaria.

Que España tenga un PIB *per cápita* del orden del 78% del medio de los once países de la UME, o del 75% de la media de los otros diez países, es un hecho que, en sí mismo considerado, puede estimarse en forma no forzosamente negativa, ya que, como decía el profesor Segura hace unas semanas, tal hecho significa que España disfruta de un nivel de renta que le coloca en el club de los países ricos, aunque no deje de ser verdad, como acabo de señalar, que en Europa Occidental ocupamos un lugar de cola, tanto si el PIB *per cápita* se mide en unidades PPC como si se mide en ecus. Con una singularidad, y es que, si se atiende a la ordenación de los once países de la Unión, prescindiendo, por su atipicidad, de Luxemburgo, se observa, en primer lugar, una fuerte convergencia entre los cinco o seis países de cabecera, con pequeñas diferencias entre sus respectivos PIB *per cápita*; y, en segundo lugar, se comprueba que la diferencia entre España y el país que le precede es considerable, del orden de 3.500 unidades PPC o 5.200 ecus, es decir, 874.000 pesetas al cambio actual.

Por otra parte, si el PIB *per cápita* se mide en ecus, el 77,7% a que nos venimos refiriendo queda reducido al 63,2%. Esto quiere decir, *grosso modo*, que si un ciudadano español, cuya renta fuera igual al PIB *per cápita* del país y percibiendo esta renta en pesetas, viviera en un país representativo de la media de la UME —digamos, por ejemplo Holanda—, su nivel de vida en ese país sería equivalente al 63% del nivel de vida del ciudadano holandés con una renta igual al PIB *per cápita* de Holanda. Si nuestro nivel medio de vida, viviendo en España, es igual al 78% de la media comunitaria, aun siendo nuestra renta monetaria igual al 63%, es, evidentemente, debido a que en España los precios de los artículos de consumo son inferiores, a los tipos de cambio corrientes, a los que rigen en la media de la UME. Una vez dentro de la UME, a partir del 1 de enero de 1999, todos los precios podrán expresarse en euros, lo cual ocasionará una mayor transparencia informativa. Si en esta nueva situación las cosas seguirán igual o los precios tenderán a aproximarse, es algo que está por ver.

En cualquier caso, los datos comparativos que acabo de aportar no deben oscurecer un importante hecho, y es que el bienestar y, en último término, la felicidad no tiene forzosamente que coincidir con el nivel de vida económico que venimos midiendo con el PIB *per cápita*. Aunque es cierto que el bienestar material es un presupuesto razonablemente deseable para la vida lograda, hay muchas otras cosas que el hombre puede preferir al nivel de riqueza, tales como, por ejemplo,

el ambiente climatológico o el grado de sociabilidad del entorno humano. Lo cual explica que haya españoles que no cambiarían su vida en nuestro país por la de otros países más desarrollados y ricos; y, viceversa, que haya muchos extranjeros procedentes de esos países ricos que voluntariamente se afincan muy a gusto en España.

De aquí que ante lo que, en forma simplificada, venimos llamando la convergencia real puedan adoptarse dos posturas distintas. Una es considerar que nuestro nivel de riqueza no está mal y que, por lo tanto, no merece la pena afrontar la tarea de lograr una mayor convergencia real, ya que esta tarea sin duda está llena de dificultades y, además, a corto plazo, puede, paradójicamente, provocar la repulsa de los ciudadanos cuyo mayor bienestar se busca. La otra postura es que, después de haber pasado el examen de la convergencia nominal, es necesario abordar el camino de la convergencia real, a fin de aproximar el nivel de bienestar español al que disfruta el núcleo de referencia de nuestros consocios en la UME. Lo que no puede hacerse es pretender alcanzar la convergencia real relajando las políticas que nos han conducido a la convergencia nominal y que, dentro de la UME, han de ser no sólo mantenidas, sino reforzadas, por exigencias del Pacto de Estabilidad, ya que la estabilidad es uno de los condicionantes básicos para la mejora de la tasa de crecimiento económico. Dicho de otra forma, sin una verdadera convergencia nominal no puede aspirarse a una mayor convergencia real.

LA EVOLUCIÓN RELATIVA DEL PIB «PER CÁPITA» ESPAÑOL

Suponiendo que, entre las posturas dichas, adoptamos la que yo prefiero, y que, sin merma de la preocupación por mantener los valores no específicamente económicos, consiste en intentar mejorar nuestra convergencia real, para llegar, en un período más o menos largo, a igualarnos con la media de la UME, tal vez no resulte ocioso olvidar por un momento la convergencia real lograda y, aun a riesgo de repetir cosas sabidas, volver nuestros ojos hacia la evolución de este indicador a lo largo de los últimos años, a fin de sacar del pasado la experiencia para el futuro. Pues bien, las mismas estadísticas de la Comunidad Europea a que me he referido, nos dicen –gráfico 1– que en 1960 el PIB *per cápita* español, en unidades PPC, era el 59,7% del PIB *per cápita* medio de lo que sería la UME. Gracias al desarrollo de los sesenta, en los 15 años siguientes nuestro PIB *per cápita* relativo creció a la tasa del 1,76% anual compuesto, de forma que en 1975, al filo del cambio de régimen, el PIB *per cápita* español era igual al 77,6% del PIB *per cápita* medio de la UME. De haberse mantenido la diferencia de 3,27 puntos porcentuales entre nuestro crecimiento –que, en este período, fue del 12,03% anual compuesto–, y el

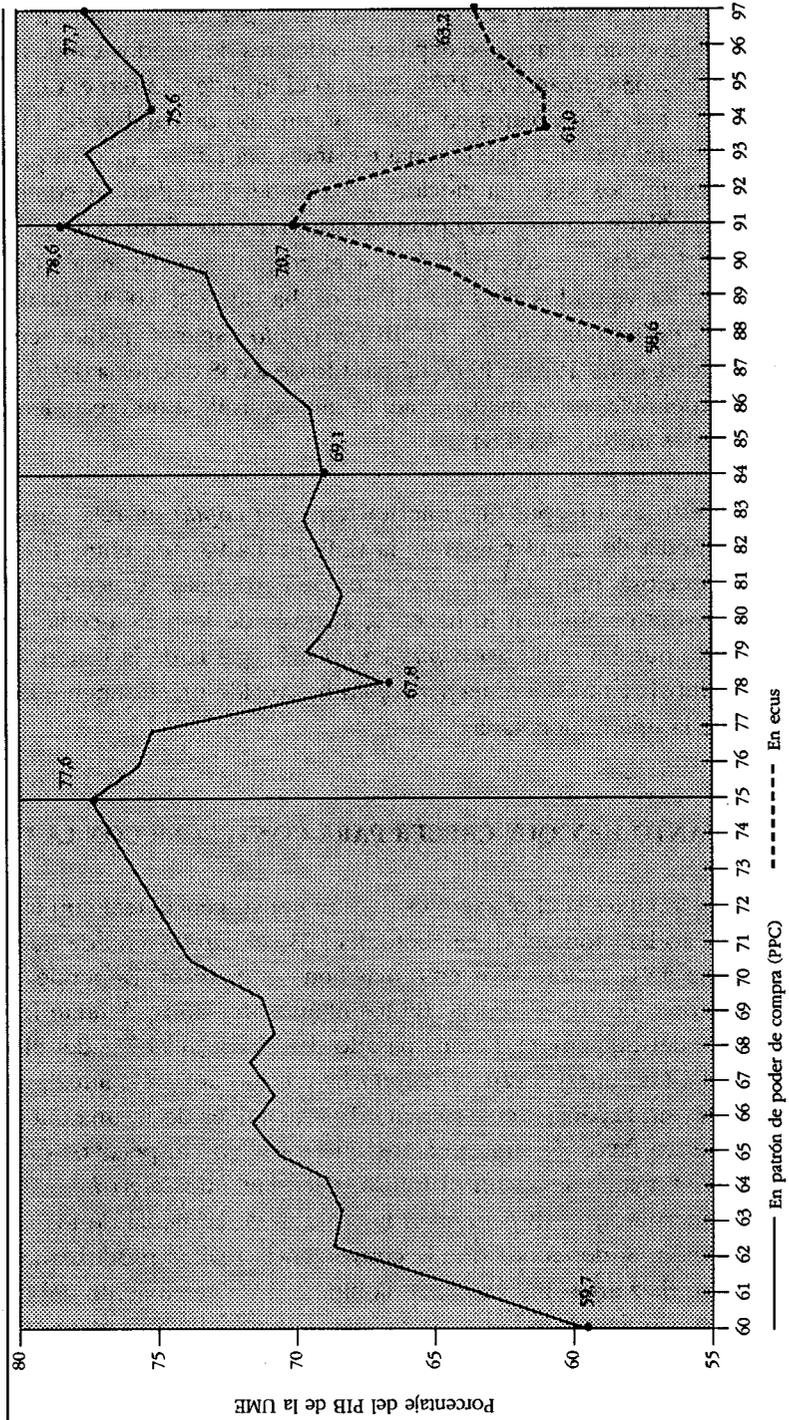
8,76% a que crecieron los otros diez países, hubieran bastado algo menos de diez años para que nuestro PIB *per cápita* igualara al 100% el de los países que habían de constituir la unión monetaria.

Pero la verdad es que, entre 1975 y 1984, a consecuencia sin duda de las inadecuadas políticas de ajuste a las crisis petroleras de 1973 y 1979, y por exigencias de la transición política, que no permite comparar el marco político-social de ambos períodos, el PIB *per cápita* relativo descendió, primero al fuerte ritmo del 4,4% anual, cayendo en 1978 hasta el 67,8% del PIB *per cápita* medio, para remontar ligeramente después hasta el 69,1% en 1984, de forma que, en el conjunto de los nueve años, la caída en la convergencia real con los países de la hoy llamada UME fue del 1,28% anual compuesto. A partir de 1984, coincidiendo con la entrada de España en la Comunidad Económica Europea en 1985, nuestra convergencia real con la hoy UME fue mejorando a un ritmo moderado, pero constante, del 1,86% anual, para alcanzar en 1991 el 78,6%, que es la máxima cota de convergencia lograda hasta el día de hoy.

En el gráfico 1 puede verse también la evolución del PIB *per cápita* relativo medido en ecus, que guarda un notable paralelismo con la del PIB *per cápita* medido en unidades PPC, aunque a un nivel sensiblemente más bajo, reflejando el fenómeno a que antes me referí. En ambas trayectorias, puede observarse que desde 1991 volvimos a perder nivel, e incluso después del modesto avance habido entre 1994 y 1997, a fin del año 1997, en unidades PPC, sólo habíamos logrado recuperar el PIB *per cápita* relativo que teníamos en 1975, a la llegada de la democracia.

Esta última afirmación, incontestable a partir de las estadísticas comunitarias, aunque explicable por las razones dichas, induciría a afirmar que, en lo que se refiere al grado de bienestar o nivel de vida, España ha perdido los últimos veintidós años. Ciertamente no es así, ya que la renta *per cápita* española, a precio de mercado, en pesetas corrientes, ha pasado de 151.000 pesetas en 1975 a 1.723.000 en 1997, lo que significa un crecimiento del 11,7% anual compuesto. Naturalmente que, durante este período de veintidós años, la inflación ha producido su efecto erosivo, de forma que, en términos de poder adquisitivo igual al de las pesetas de 1975, las 151.000 pesetas de renta *per cápita* de aquel año han ascendido a 222.000 pesetas en 1997, con una mejora del orden del 47% en el nivel de renta, lo que corresponde a un crecimiento del 1,77% anual compuesto, una vez corregido el efecto de la inflación que, medida por el índice de precios de consumo del INE, ha sido, en media geométrica, del 9,75% anual. (No se olvide que entre 1975 y 1984 la inflación anual rondó entre el 12% y el 24%, y sólo a partir de 1987 se redujo a tipos de un dígito.)

GRÁFICO 1
 Convergencia real con la Unión Europea. PIB-per cápita- español en porcentaje del
 PIB-per cápita- de la Unión Monetaria Europea (11 países)



Fuente: Comisión Europea. Estadísticas de la Dirección General II. Banco de España, Cuentas financieras de la economía española.

Parecido resultado se obtiene si la renta *per cápita*, como a efectos comparativos es costumbre hacer, se expresa en dólares de Estados Unidos, ya que ésta ha pasado de 2.638 dólares en 1975, cuando el tipo de cambio era de 57,41 pesetas por dólar, a 11.770 dólares en 1997, con un tipo de cambio de 146,41 pesetas por dólar, lo que significa que la renta española *per cápita*, medida en dólares, en los últimos veintidós años ha crecido a razón del 7,03% anual compuesto. Pero tampoco los dólares de 1997 compran lo mismo que los dólares de 1975, ya que la inflación en Estados Unidos, medida por el crecimiento del índice de precios de consumo, en los veintidós años considerados, ha sido del 5,09% anual compuesto. Con lo cual, en términos reales, el PIB *per cápita* español medido en dólares de Estados Unidos, entre 1975 y 1997, ha pasado de 2.638 dólares a 3.946 dólares, con una mejora del 50% aproximadamente, lo que equivale a un crecimiento anual, en términos reales insisto, del 1,84%.

Si esto es así, ¿por qué nuestra renta *per cápita* en relación con la renta *per cápita* media de los 11 países de la UME no ha variado entre 1975 y 1997? La pregunta es ociosa, porque la respuesta es de Perogrullo. Al tiempo que nosotros crecemos, los otros también lo hacen y, al revés de lo que sucedió entre 1960 y 1975, cuando nuestra renta *per cápita* crecía más que la de la Unión, entre 1975 y 1997, con altibajos, nuestra renta *per cápita* ha crecido prácticamente lo mismo que la media de la unión monetaria.

CUÁNTO HAY QUE CRECER PARA CONVERGER CON LA UME

Por lo tanto, si el objetivo es nuestra convergencia real con la UME, necesitamos una aceleración del crecimiento del PIB *per cápita*, a fin de que crezca más que la media de la Unión. Y ¿cuánto más tiene que crecer? Depende, naturalmente, del horizonte de convergencia. En los últimos tres años, durante los cuales, en patrón de poder de compra, hemos pasado del 75,6% al 77,7% del PIB *per cápita* medio de la UME, nuestro PIB *per cápita* ha crecido al 5,27% anual, mientras que el de la UME, sin España, crecía sólo al 4,19% anual; es decir, una diferencia de un punto a nuestro favor. Si supusiéramos que estos dos respectivos porcentajes de crecimiento se mantuvieran en el futuro, necesitaríamos algo más de veintiocho años para que nuestro PIB *per cápita* igualara al de la media de los restantes países de la Unión. Si deseamos que la convergencia real se produzca antes, pongamos por caso diez años, manteniendo la hipótesis de crecimiento del PIB *per cápita* de la UME sin España en el 4,19% anual, nuestro PIB *per cápita* debería crecer al 7,27% anual, es decir, prácticamente, tres puntos más que el PIB *per cápita* medio de los restantes países de la Unión. Mirando al período, en tiempos recién-

tes, de más fuerte acercamiento a la convergencia real, que es el que va de 1984 a 1991, cuando pasamos del 69,1% al 78,6%, observaremos que el crecimiento de nuestro PIB *per cápita* fue del 8,48% anual, pero el de la media de la UME sin España alcanzó el 6,28%; o sea, logramos crecer a un ritmo de poco más de dos puntos por encima de los otros diez. Como acabamos de ver, alcanzar la convergencia real en diez años, en la hipótesis hecha para el de crecimiento de los restantes países de la UME, exigiría que la diferencia entre el crecimiento de nuestro PIB *per cápita* y el medio de ellos fuera de tres puntos porcentuales, lo cual da una idea de lo arduo de la tarea de intentar el logro de la convergencia real en un período no demasiado largo.

CRECIMIENTO Y PRODUCTIVIDAD

Sin olvidar los efectos de la tecnología, que provoca la mejora en la cualidad de los *inputs*, es evidente que una condición ineludible para el aumento del crecimiento del PIB *per cápita* es el aumento de la productividad de la totalidad de los factores y, en especial, de la productividad del trabajo, calculada por el cociente entre el PIB y el número de personas ocupadas. Pues bien, por lo que respecta al período de decadencia y recuperación, compuesto por los veintidós años que van de 1975 a 1997, la productividad aparente del trabajo, medida en pesetas de 1975, creció al ritmo anual del 2,43% en agricultura y pesca; 2,17% en industria; 2,03% en construcción, y 1,65% en servicios. Lo cual da una media del 2,32% para el conjunto de los sectores productivos del PIB al coste de los factores. No parece, desde luego, un ritmo especialmente satisfactorio, sobre todo si se tiene en cuenta que en la parte más regresiva de este período, que va de 1975 a 1984, en agricultura y servicios, a pesar de haberse reducido drásticamente la población ocupada en ambos sectores, la productividad aparente creció tan sólo al 0,49% anual en el sector agrario y al 0,34% en el de la construcción.

Es más, en el último año, 1997, caracterizado por un fuerte crecimiento del PIB, que alcanzó una variación, en términos reales, del 3,4% sobre el año anterior, se produjo también una aceleración del empleo, que creció un 2,6%, con lo cual, como señala el Banco de España en su último informe anual, la productividad aparente del trabajo mantuvo, por segundo año consecutivo, un incremento reducido –del 0,39% para el conjunto de los sectores–, con una incidencia negativa de más del 4% en la construcción, a consecuencia no de la reducción de la producción, ya que el valor añadido bruto creció un 3,8%, sino del fuerte aumento del empleo, que creció, en el sector, al ritmo del 5,5% anual. Este hecho pone de manifiesto una dificultad más en el camino de nuestra convergencia, y es la necesidad de aumentar la productividad sin, a la vista de nuestro elevado nivel de paro, reducir

el número de personas ocupadas; es decir, la necesidad de operar por el lado del numerador, potenciando el crecimiento del producto a un ritmo notablemente superior al de nuestros socios en la unión monetaria.

LOS FACTORES DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO

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 nos hallamos en considerable retraso, y que demandarán un gran esfuerzo si queremos situarlos al nivel necesario para que se traduzca en un crecimiento de la productividad y del PIB *per cápita* superior al medio de la Unión.

Todos estos aspectos escapan de mi cometido en esta ocasión. A mí se me ha pedido que reflexione sobre «el sistema financiero español y la convergencia real». Los demás aspectos han sido, en parte, abordados por otros académicos, y deberían haber sido agotados antes de llegar al tema de hoy. Así había sido programado, pero dificultades de agenda hacen que tenga que anticipar lo que, en lógica, debería ser lo último. Y es averiguar si, además de los tradicionales factores explicativos del crecimiento, existe alguna relación entre el sistema financiero y el desarrollo económico; y, en el supuesto de que así sea, ver si el sistema financiero español está en condiciones de contribuir al crecimiento de nuestro producto *per cápita* a un ritmo que tienda hacia la convergencia real con la unión monetaria.

Aunque Joseph Schumpeter, en 1912, ya pretendía que un buen sistema bancario espolea la innovación tecnológica, identificando y financiando a los empresarios capaces de innovar con éxito en el producto y en el proceso de producción, la teoría generalmente vigente hasta hace relativamente poco era 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».

Sin embargo, en tiempos recientes, se ha ido introduciendo otra corriente de pensamiento, en la que destacan los trabajos de Ross Levine, de la Universidad de Virginia. Levine 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 cre-

cimiento económico, más que un acompañamiento o una respuesta pasiva a este crecimiento».

En esta línea, los trabajos de King y Levine (1992), Levine y Zercos (1998), y Rajan y Zingales (1998) afirman que existen relaciones intrínsecas entre intermediación financiera y productividad, y que, dado que, como es sabido, las variaciones 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 1) el tamaño del sistema financiero, medido, por ejemplo, por sus activos líquidos; 2) la proporción de crédito concedido por los bancos privados, frente al concedido por el banco central, y 3) la proporción de crédito al sector privado frente al crédito otorgado al sector público. Por lo que se refiere exclusivamente al tamaño del sistema financiero, medido por la relación entre los activos líquidos del público y el PIB, Levine sugiere que «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 de prisa y los que lo hacen más lentamente, aumentando el tamaño del sector de intermediación financiera de éstos últimos desde su valor medio hasta el valor medio correspondiente a los países de crecimiento más rápido.»

Pero 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 presente el papel desempeñado por el mercado de valores. En esta línea, la moderna teoría, a la que me vengo refiriendo, sostiene 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 1) la tasa de ahorro; 2) la acumulación de capital; 3) la mejora de la productividad, y 4) la tasa de crecimiento real del PIB, que serían las cuatro variables dependientes de los indicadores relativos al sistema bancario y al mercado de valores, funcionando como variables independientes.

De lo que hemos dicho antes se deduce que los principales indicadores del desarrollo del sistema bancario utilizados por los autores partidarios de lo que voy llamando moderna teoría son *la relación porcentual entre los activos líquidos y el PIB; la participación del crédito al sector privado dentro de la totalidad del crédito interno, y el porcentaje del crédito al sector privado con respecto al PIB*. Por lo que respecta a los indicadores del mercado de valores, los más corrientemente empleados son, en primer lugar, la *capitalización*, que mide el *tamaño* del mercado y, a efectos comparativos, se expresa como el cociente entre el valor de mercado de los títulos admitidos a cotización y el PIB; y en segundo lugar, la *contratación*, que mide la *liquidez* del mercado y se obtiene a partir del importe efectivo de los valores contratados dividido sea por la capitalización, sea por el producto interior bruto.

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, con Joan Robinson (1992), que «donde la empresa dirige, las finanzas siguen». Desde luego que nadie discute el hecho, sin duda observable, de que el desarrollo financiero corre parejas 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, como dice Goldsmith (1969), «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». De hecho, algunos académicos piensan que, si bien los resultados de los trabajos teóricos y empíricos de King y Levine sugieren que el desarrollo financiero es bueno para el desarrollo económico y que la restricción financiera tiene graves efectos negativos sobre el crecimiento económico, es preciso realizar una serie de matizaciones, entre las cuales no es la menor que el problema empírico de la causalidad no está totalmente resuelto. 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.

* * *

Con estas salvedades, podemos descender al caso español que es el que nos ocupa. Mirando, pues, al balance integrado del sistema crediticio y los merca-

dos monetarios, lo primero que se observa –cuadro 2– es que, en términos de activos líquidos del público (ALP), el sistema español, en cuanto a tamaño, se ha desarrollado fuertemente, y en forma continua, de manera que los ALP en porcentaje del PIB han pasado del 67%, en los primeros años sesenta, a más del 110% en 1997.

En lo que respecta al crédito, de acuerdo con las series históricas facilitadas por el Banco de España, se comprueba, primero, que el crédito facilitado por el banco de emisión ha sido siempre irrelevante en comparación con el otorgado por las entidades de crédito, y segundo, que el crédito al sector privado ha sido siempre mayor que el otorgado al sector público, aunque la proporción haya variado. En efecto, desde 1962 hasta 1976, la parte del crédito interno facilitada al sector privado fue en aumento, llegando a representar, en ese último año, el 89,10%. A partir de aquel momento, la proporción desciende rápidamente hasta situarse en sólo el 64,14% en 1986, iniciando luego un período de ligera recuperación, y acabando en el 71,34% en 1997.

Puestas las magnitudes crediticias en relación con la evolución de la economía, vemos que el crédito interno ha experimentado un fuerte crecimiento, puesto que ha pasado del 66,09% del PIB en 1964 al 113,50% en 1997. Sin embargo, el crédito al sector privado, que es la parte más dinámica de la economía, que entre 1964 y 1976 aumentó notablemente en relación con el PIB, pasando del 54,34% al 89,69%, a partir de 1977 empieza a disminuir para descender al 67,64% en 1986, poniendo así de manifiesto el desplazamiento de la financiación del sector privado hacia la financiación del sector público, fenómeno al que me he referido en el párrafo anterior, y que tanto daño causó a la economía española. Para nadie es un misterio la explicación de este hecho, puesto que –cuadro 3– de todos es sabido que desde 1961, por ejemplo, hasta 1975, las cuentas del sector público, con la sola excepción de los años 1971 y 1974, se saldaron siempre con superávit. Perdido el «santo temor al déficit», a partir de 1976 el desequilibrio público se instala y los déficits se suceden, sin interrupción y en forma galopantemente creciente, con la consiguiente necesidad de financiación de las administraciones públicas en forma de crédito o emisión de deuda. Desde 1987 hasta hoy la cosa ha mejorado algo, pero sin recuperar la situación existente antes de la hipertrofia del Estado del bienestar.

En cuanto al mercado de valores, las estadísticas facilitadas por la Bolsa de Madrid nos dicen –cuadro 4– que la capitalización total, a precios de mercado, de los valores admitidos a cotización en dicho mercado, tanto de renta variable como de renta fija, privados y públicos, con exclusión de los que se hallan acogidos al sistema de anotaciones contables, ha pasado de 385.000 millones en 1961 a 47

CUADRO 2
Evolución magnitudes monetarias y crediticias. España
(Miles de millones)

Año	(1)	(2)	(3)	(3)/(5)	(4)	(4)/(5)	(5)-(3)+(6)/(7)	(6)	(6)/(5)	(7)	(7)/(5)	(2)/(1)	(5)/(1)	(7)/(1)
	PIB	ALP	Crédito B. España	Porcentaje s/total	Crédito Ent. Cdo.	Porcentaje s/total	Total crédito	Crédito a las A.A.P.P.	Porcentaje s/total	Crédito al S. privado	Porcentaje s/total	ALP/PIB porcentaje	Total crédito s/PIB (%)	Crédito sector privado s/PIB (%)
1962		576	47	8,15	530	91,85	577	128	22,18	449	77,82			
1963		675	47	7,00	625	93,14	671	127	18,93	544	81,07			
1964	1.209	817	58	7,26	741	92,74	799	142	17,77	657	82,23	67,58	66,09	54,34
1965	1.402	961	60	6,09	926	93,91	986	170	17,24	816	82,76	68,54	70,33	58,20
1966	1.627	1.091	73	6,27	1.092	93,81	1.164	208	17,87	957	82,22	67,03	71,54	58,82
1967	1.842	1.257	92	6,67	1.287	93,33	1.379	241	17,48	1.138	82,52	68,24	74,86	61,78
1968	2.080	1.487	102	6,14	1.558	93,86	1.660	282	16,99	1.379	83,07	71,49	79,81	66,30
1969	2.381	1.769	121	6,07	1.870	93,88	1.992	327	16,42	1.665	83,58	74,30	83,66	69,93
1970	2.630	2.050	129	5,68	2.142	94,32	2.271	339	14,93	1.932	85,07	77,95	86,35	73,46
1971	2.967	2.541	109	4,11	2.541	95,89	2.650	404	15,25	2.246	84,75	85,64	89,32	75,70
1972	3.482	3.120	87	2,74	3.091	97,29	3.177	424	13,35	2.754	86,69	89,60	91,24	79,09
1973	4.200	3.895	109	2,78	3.818	97,22	3.927	463	11,79	3.464	88,21	92,74	93,50	82,48
1974	5.143	4.669	202	4,13	4.692	95,87	4.894	558	11,40	4.336	88,60	90,78	95,16	84,31
1975	6.038	5.554	307	5,13	5.682	94,87	5.989	691	11,54	5.298	88,46	91,98	99,19	87,74
1976	7.266	6.608	301	4,12	7.012	95,87	7.314	797	10,90	6.517	89,10	90,94	100,66	89,69
1977	9.219	7.858	425	4,81	8.418	95,19	8.843	1.013	11,46	7.830	88,54	85,24	95,92	84,93
1978	11.285	9.389	531	5,17	9.746	94,83	10.277	1.319	12,83	8.958	87,17	83,20	91,07	79,38
1979	13.201	11.130	782	6,45	11.333	93,55	12.115	1.770	14,61	10.345	85,39	84,31	91,77	78,37
1980	15.168	13.014	1.170	8,08	13.303	91,92	14.473	2.315	16,00	12.158	84,00	85,80	95,42	80,16
1981	17.045	15.211	1.752	10,15	15.516	89,85	17.268	3.128	18,11	14.140	81,89	89,24	101,31	82,96

CUADRO 2
Evolución magnitudes monetarias y crediticias. España
(Miles de millones) (Continuación)

Año	PIB	ALP	Crédito B. España	Porcentaje s/total	Crédito Ent. Cdo.	Porcentaje s/total	Total crédito	Crédito a las A.A.PP.	Porcentaje s/total	Crédito al S. privado	Porcentaje s/total	ALP/PIB porcentaje	Total crédito s/PIB (%)	Crédito sector privado s/PIB (%)
	(1)	(2)	(3)	(3)/(5)	(4)	(4)/(5)	(5)-(3)+(6)+(7)	(6)	(6)/(5)	(7)	(7)/(5)	(2)/(1)	(5)/(1)	(7)/(1)
1982	19.722	17.795	2.584	12,59	17.946	87,42	20.529	4.373	21,30	16.157	78,70	90,23	104,09	81,92
1983	22.532	20.535	3.543	14,90	20.228	85,10	23.771	5.722	24,07	18.049	75,93	91,14	105,50	80,10
1984	25.521	23.619	2.611	9,74	24.193	90,26	26.804	8.242	30,75	18.562	69,25	92,55	105,03	72,73
1985	28.200	26.734	3.140	10,32	27.285	89,68	30.425	10.415	34,23	20.010	65,77	94,80	107,89	70,96
1986	32.324	30.345	2.666	7,82	31.418	92,18	34.084	12.221	35,86	21.862	64,14	93,88	105,44	67,64
1987	36.144	34.878	3.023	7,79	35.771	92,21	38.794	13.443	34,65	25.351	65,35	96,50	107,33	70,14
1988	40.159	39.562	3.011	6,95	40.283	93,05	43.294	13.577	31,36	29.716	68,64	98,51	107,81	74,00
1989	45.044	45.451	2.542	5,15	46.884	94,85	49.377	14.474	29,31	34.903	70,69	100,90	109,62	77,49
1990	50.145	50.793	2.237	4,08	52.545	95,92	54.782	16.282	29,72	38.500	70,28	101,29	109,25	76,78
1991	54.927	56.547	2.770	4,71	56.070	95,29	58.840	15.657	26,61	43.183	73,39	102,95	107,12	78,62
1992	59.105	59.450	1.619	2,61	60.467	97,39	62.086	16.104	25,94	45.983	74,06	100,58	105,04	77,80
1993	60.953	65.429	- 503	- 0,81	62.867	100,81	62.364	15.467	24,80	46.897	75,20	107,34	102,31	76,94
1994	64.789	70.046	2.669	3,73	68.910	96,27	71.578	23.205	32,42	48.373	67,58	108,11	110,48	74,66
1995	69.761	76.479	2.734	3,56	74.022	96,44	76.756	25.368	33,05	51.388	66,95	109,63	110,03	73,66
1996	73.572	82.119	2.706	3,28	79.747	96,72	82.453	27.060	32,82	55.392	67,18	111,62	112,07	75,29
1997	77.786	85.674	2.651	3,00	85.638	97,00	88.289	25.308	28,66	62.981	71,34	110,14	113,50	80,97

Fuente: Banco de España, Boletín Estadístico, Series históricas.

Las diferencias que puedan observarse en las sumas del crédito son debidas al redondeo a miles de millones. Los porcentajes son correctos porque han sido calculados sobre las series originales.

CUADRO 3
Evolución histórica del déficit o superávit de los sectores exterior, público y privado
(Miles de millones)

Año	Sector Exterior	-	Sector Público	+	Sector Privado
	<i>Porcentaje s/PIB</i>				
1961	3,5		19,6		- 16,1
1962	- 9,4		15,7		- 25,1
1963	- 26,1		3,9		- 30,0
1964	- 16,9		7,8	0,6	- 24,7
1965	- 50,6		6,3	0,4	- 56,9
1966	- 58,7		4,9	0,3	- 63,6
1967	- 55,2		17,6	1,0	- 72,8
1968	- 47,0		14,0	0,7	- 61,0
1969	- 64,8		12,6	0,5	- 77,4
1970	- 24,0		12,2	0,5	- 36,2
1971	23,7		- 25,5	- 0,9	49,2
1972	- 1,2		17,2	0,5	- 18,4
1973	- 42,5		38,6	0,9	- 81,1
1974	- 243,9		- 9,3	- 0,2	- 234,6
1975	- 236,6		6,2	0,1	- 242,8
1976	- 291,3		- 24,4	- 0,3	- 266,9
1977	- 194,3		- 126,1	- 1,4	- 68,2
1978	- 83,5		- 226,4	- 2,0	142,9
1979	- 2,7		- 250,7	- 1,9	248,0
1980	- 365,5		- 399,3	- 2,6	33,8
1981	- 459,7		- 664,6	- 3,9	204,9
1982	- 489,8		- 1.099,9	- 5,6	610,1
1983	- 340,2		- 1.067,1	- 4,7	726,9
1984	349,5		- 1.387,1	- 5,4	1.736,6
1985	392,0		- 1.956,6	- 6,9	2.348,6
1986	558,6		- 1.930,1	- 6,0	2.488,7
1987	80,4		- 1.129,9	- 3,1	1.210,3
1988	- 412,0		- 1.369,0	- 3,4	957,0
1989	- 1.370,0		- 1.675,0	- 3,7	305,0
1990	- 1.763,0		- 2.169,0	- 4,3	406,0
1991	- 1.704,0		- 2.465,0	- 4,5	761,0
1992	- 1.785,0		- 2.450,0	- 4,1	665,0
1993	- 276,0		- 4.276,0	- 7,0	4.000,0
1994	- 579,0		- 4.138,0	- 6,4	3.559,0
1995	802,0		- 5.124,0	- 7,3	5.926,0
1996	1.002,0		- 3.423,0	- 4,7	4.425,0
1997	1.195,0		- 2.042,0	- 2,6	3.237,0

Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras de la economía española*.

billones 629.000 millones en 1997. Puestas las cantidades anuales en relación con el PIB correspondiente, se observa que desde 1964 hasta 1972 el porcentaje tiende a crecer, pasando del 42 al 58%. A partir de 1973, la tendencia se invierte, llegando a un mínimo del 17,62% en 1983, para después remontar, con alguna oscila-

CUADRO 4
Evolución de los indicadores bursátiles. España
(Miles de millones)

Año	PIB Pesetas ctes. (1)	Capitalización Total (2)	Contratación Total (3)	Capitalización s/PIB (2)/(1)	Contratación s/capitaliz. (3)/(2)
1961		384,92	7,86		2,04
1962		426,79	9,75		2,28
1963		457,00	10,08		2,21
1964	1.209	515,55	9,67	42,64	1,88
1965	1.402	581,07	12,34	41,45	2,12
1966	1.627	643,07	14,05	39,52	2,18
1967	1.842	730,81	19,32	39,67	2,64
1968	2.080	907,60	27,39	43,63	3,02
1969	2.381	1.243,67	38,16	52,23	3,07
1970	2.630	1.259,48	32,74	47,89	2,60
1971	2.967	1.554,63	38,73	52,40	2,49
1972	3.482	2.016,47	68,01	57,91	3,37
1973	4.200	2.331,61	100,06	55,51	4,29
1974	5.143	2.355,74	113,39	45,80	4,81
1975	6.038	2.684,74	102,47	44,46	3,82
1976	7.266	2.697,23	130,66	37,12	4,84
1977	9.219	2.353,09	74,37	25,52	3,16
1978	11.285	2.499,57	88,63	22,15	3,55
1979	13.201	2.468,16	110,28	18,70	4,47
1980	15.168	2.819,05	94,34	18,59	3,35
1981	17.045	3.341,42	160,37	19,60	4,80
1982	19.722	3.480,28	181,60	17,65	5,22
1983	22.532	3.970,00	221,03	17,62	5,57
1984	25.521	4.704,42	417,81	18,43	8,88
1985	28.200	6.316,00	699,09	22,40	11,07
1986	32.324	11.949,00	2.226,47	36,97	18,63
1987	36.144	14.185,00	3.919,96	39,25	27,63
1988	40.159	17.963,00	2.587,19	44,73	14,40
1989	45.044	20.104,00	4.022,70	44,63	20,01
1990	50.145	17.136,00	4.130,55	34,17	24,10
1991	54.927	18.848,00	4.205,99	34,31	22,32
1992	59.105	17.664,00	4.497,75	29,89	25,46
1993	60.953	25.204,00	7.287,14	41,35	28,91
1994	64.789	24.183,00	11.798,21	37,33	48,79
1995	69.761	26.431,00	10.871,73	37,89	41,13
1996	73.572	34.913,00	19.459,49	47,45	55,74
1997	77.786	47.629,00	24.532,86	61,23	51,51

Fuente: Bolsa de Madrid, Informe anual de mercado, 1997 y revista mensual.

ción, hasta el 61,23% en 1997. Esta evolución parece un claro reflejo, sea por vía de efecto sea por vía de causa, de las fases, antes analizadas, de mejora, empeoramiento y posterior recuperación de nuestro PIB *per cápita* relativo, como indicador de la convergencia real.

Por lo que respecta a la contratación, si ha de tomarse como exponente de la liquidez del mercado, habría que aceptar que ésta fue muy reducida desde 1961 hasta 1981, ya que, en estos años, la relación entre contratación y capitalización se mantuvo entre el 2 y el 5%; sólo a partir de 1983 se observa una tendencia creciente, que lleva el porcentaje a un máximo del 55,74% en 1996, para descender ligeramente hasta el 51,51% en 1997. Diríase, pues, que el mercado de valores español no ha entrado en la senda de la liquidez hasta hace una docena de años, pero que en la actualidad, con una contratación anual superior a la mitad de la capitalización, merece plenamente tal calificativo.

Aunque todavía deseo añadir algo en relación con el sistema bancario español y nuestro mercado de valores, cosa que me propongo hacer luego, ahora quisiera esbozar una comparación entre nuestro sistema crediticio y el de los diez países que nos han de acompañar en la UME, en la medida en que las estadísticas disponibles lo permiten, y sabiendo que el ejercicio será de mera aproximación, dada la falta de homogeneidad en algunos datos.

EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL Y EL DE LA UME

Parto de las *Estadísticas financieras internacionales* publicadas por el Fondo Monetario Internacional, en el *Anuario* de 1997, que aporta datos por países desde 1966 hasta 1996, aunque en algunos de ellos falta el último año. En lo que se refiere a magnitudes monetarias, en ningún país de los 11 de la UME, salvo España, aparece una definición tan amplia de la masa monetaria como la configurada por los ALP. Por ello, he escogido en todos los países la definición «dinero + cuasidinero», a fin de establecer, de la manera más homogénea posible, la comparación, entre España y los otros países, de la evolución, año a año, de la relación entre la masa monetaria y el respectivo PNB, en moneda de cada país a precios corrientes. Los restantes indicadores son el crédito al sector privado como porcentaje del crédito interno; el crédito interno en porcentaje del PNB; y el crédito al sector privado en porcentaje del PNB, obtenidos de las estadísticas del FMI, tanto para el conjunto de los 10 países que nos acompañarán en la UME, representado por la media simple de los valores correspondientes a cada uno de ellos, como para España. Aunque, en nuestro caso, los porcentajes no coinciden exactamente con los que hemos venido manejando con datos de procedencia española, sin embargo sí coinciden las tendencias al alza y a la baja, que es lo que interesa.

Como se ve en el cuadro 5, si el desarrollo del sistema financiero, o simplemente su tamaño relativo, puede estimarse por el porcentaje sobre el PNB, cabe decir que, durante los veintidós años contemplados, siempre el sistema financiero

CUADRO 5
Magnitudes monetarias y crediticias comparadas

Convergencia real	Años	Masa monetaria s/PNB (%)		Crédito sector privado sobre crédito interno		Crédito interno s/PNB (%)		Crédito sector privado sobre PNB (%)	
		España	Media UME (sin España)	España	Media UME (*) (sin España)	España	Media UME (*) (sin España)	España	Media UME (sin España)
Mejora	1966	70,62	50,71	73,33	74,42	68,79	51,52	50,44	34,86
	1967	73,77	52,31	73,28	76,51	73,16	55,06	53,62	38,40
	1968	79,22	53,45	73,94	76,95	79,94	57,16	59,11	39,93
	1969	84,44	53,29	75,36	78,84	86,57	57,06	65,24	41,07
	1970	76,40	52,55	77,30	79,71	77,14	56,01	59,63	40,84
	1971	83,47	53,97	78,99	80,64	79,99	57,72	63,19	42,66
	1972	87,38	55,78	81,69	81,59	83,46	60,92	68,18	45,26
	1973	89,87	55,96	84,26	82,82	86,80	61,91	73,13	46,49
	1974	86,63	60,59	85,51	81,47	87,38	62,35	74,71	45,93
	1975	87,62	63,84	85,47	78,62	91,17	68,43	77,92	48,86
Empeora	1976	87,16	62,70	85,62	78,15	93,31	68,06	79,90	47,42
	1977	81,63	62,32	86,75	75,64	88,28	69,83	76,59	45,99
	1978	80,35	66,93	84,52	74,82	83,83	75,45	70,85	49,43
	1979	80,84	67,53	82,77	74,97	84,03	78,84	69,54	51,81
	1980	81,70	67,40	81,06	75,54	87,70	78,27	71,09	52,57
	1981	85,18	67,51	77,36	75,27	96,64	81,14	74,77	54,02
	1982	84,32	66,15	74,41	72,47	102,67	84,03	76,39	54,15
	1983	73,51	65,10	75,23	70,97	95,31	85,74	71,70	54,18
	1984	68,31	64,89	67,53	69,81	94,90	87,29	64,08	54,16
	Se recupera	1985	67,70	65,47	62,85	69,64	96,44	87,35	60,61
1986		75,02	71,95	63,63	68,87	102,72	87,32	65,36	54,21
1987		72,70	67,66	63,46	69,56	103,64	88,43	65,77	55,60
1988		73,09	68,20	66,95	71,14	105,70	91,24	70,77	58,66
1989		74,04	68,59	67,73	72,93	106,85	90,87	72,37	59,70
1990		75,57	73,37	66,53	73,16	106,17	99,15	70,63	64,14
1991		77,89	69,54	69,67	72,80	103,83	91,38	72,34	61,01
1992		77,45	73,61	70,41	72,48	101,85	99,78	71,71	64,15
1993		81,92	75,70	71,99	72,21	99,10	100,16	71,34	64,39
1994		83,49	75,13	66,62	71,57	106,24	101,27	70,78	64,30
1995	82,67	76,22	66,87	71,52	106,58	102,61	71,28	65,09	

(*) Sin datos para Luxemburgo.

Fuente: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario 1997*. Elaboración propia.

español ha estado más desarrollado que en la media de la UME. No obstante, la andadura del porcentaje anual español, comparado con la de la media de los otros diez países, parece reflejar las tres etapas de la evolución de nuestra convergencia real con la UME, que denominaremos mejora, empeoramiento y recuperación. En efecto, en la fase de mejora, la relación masa monetaria/PNB en España gana 17 puntos porcentuales, contra poco más de 13 en la media de la UME, acabando en el 87,62% frente al 63,84% en 1975. A partir de ese año, en que empieza el empeo-

ramiento de nuestra convergencia real, el porcentaje español desciende, mientras el de la media de la UME aumenta, aunque poco, para acabar en 68,31% frente a 64,89% en 1984, perdiendo 20 puntos de los 24 en que les superábamos. Iniciada la recuperación de la convergencia real, la relación masa monetaria/PNB, crece tanto en España como en la UME, pero de manera más intensa para nosotros, de forma que en 1995, con un 82,67%, aventajábamos a los otros países en más de seis puntos porcentuales.

Pasando de las magnitudes monetarias a las crediticias, en el período de mejora de la convergencia real, el porcentaje del crédito privado sobre la totalidad del crédito, que empieza siendo menor en España, sube más rápidamente que en los otros países, de forma que en 1975 les aventajábamos en casi siete puntos. En la fase de empeoramiento de la convergencia, se observa que tanto en España como en los otros países la participación del crédito privado en el total disminuye. Son los años del fuerte crecimiento del Estado, con expulsión del sector privado de las fuentes de financiación, fenómeno que se manifiesta con mayor vigor en España que en los otros países, como lo prueba que en este tiempo perdimos toda la ventaja de que disfrutábamos y quedamos más de dos puntos por debajo. En la fase de recuperación de la convergencia real, el deterioro de la porción de crédito para el sector privado continúa, con altibajos, en España, frente a una neta recuperación en los otros países, para acabar en el 66,87% en nuestro caso, frente al 71,52% para los otros; lo cual podría ser una demostración del retraso español en la corrección de los excesos del estatismo, que otros países europeos emprendieron hace ya algunos años.

En cuanto a la relación entre el crédito y el PNB, en el cuadro 5, aunque con porcentajes distintos, se comprueba que, como ya dije, en España el crecimiento del crédito interno en porcentaje de PNB ha sido fuerte y constante a lo largo de los veintinueve años contemplados, y aunque también lo ha sido en los otros países, nuestro porcentaje se ha mantenido siempre superior al de ellos, si bien en los últimos años la diferencia se acorta. Por otra parte, a consecuencia de la reducción del peso del crédito al sector privado en el crédito total, a que se ha hecho referencia, el crédito del sector privado en porcentaje del PNB, aunque a lo largo de todos los años se muestra superior al de nuestros futuros socios en la UME, este porcentaje después de crecer fuertemente desde 1966 hasta 1976, desciende hasta un mínimo en 1985, a consecuencia de la expulsión del crédito privado que, como queda dicho, tuvo lugar en España en mayor cuantía que en los otros países desde 1976 hasta, por lo menos, 1988.

Las conclusiones que, con las matizaciones y reservas dichas, me atrevería a sacar de este somero análisis son, en primer lugar, que existe una no despre-

ciable coincidencia entre la evolución de los indicadores monetarios y crediticios comparados y la evolución de la convergencia real entre España y la UME, sobre todo por lo que se refiere a la relación entre masa monetaria y PNB, por un lado, y a la relación, por otro lado, entre el crédito al sector privado y el crédito interno total. Sin embargo, estadísticamente hablando, esta coincidencia no puede tomarse como demostración de una presunta relación de causalidad, lo que significa que sólo con muchas reservas podría decirse que los indicadores elegidos podrían ser, tal vez, predictores del crecimiento futuro del producto. La segunda conclusión, y ésta más firme, es que, por lo que se refiere a la masa monetaria o activos líquidos del público y al otorgamiento del crédito al sector privado, el sistema financiero español resiste con ventaja la comparación con los sistemas de los demás miembros de la unión monetaria.

En lo referente al desarrollo del mercado de valores, medido por la relación entre contratación y capitalización, que es un indicador de su liquidez, la comparación de España con los otros países no resulta fácil, ya que, aparte de la ausencia de series históricas, difieren las maneras de calcular los datos que publican los boletines de las asociaciones o federaciones internacionales de los mercados de valores. La mejor aproximación al tema que he podido obtener es la que figura en el cuadro 6, a cuyo pie aparece la fuente, que estimo fiable.

De este cuadro se deduce que la importancia y liquidez de la Bolsa española se compara satisfactoriamente y, por lo menos en relación con los cinco países de la UME para los que se dispone de datos para todos los años contemplados, la comparación mejora al ritmo del paso de los años. Esta afirmación no queda desvirtuada con los datos esporádicos de algunos de los países que no figuran en el cuadro, aunque de ellos se deduciría que Alemania y Holanda, por ejemplo, tendrían un porcentaje de contratación sobre capitalización bastante mayor que el nuestro.

EL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL Y EL MERCADO DE VALORES

Volviendo al sistema bancario español, me parece necesario decir que, al margen de su actividad crediticia, con el correspondiente impacto en la marcha de la economía, el sistema actúa en forma muy importante sobre el mercado de valores. En primer lugar, porque –sea por imposición legal, sea por vocación– bancos y cajas de ahorros han sido siempre grandes tenedores no sólo de títulos de renta fija, pública y privada, sino también de renta variable emitida por empresas mercantiles. En el balance conjunto de los bancos nacionales y las cajas de ahorros, al 31 de julio de 1998, antes de la presente crisis del mercado de valores, las tenen-

CUADRO 6
Evolución comparada de los datos del mercado de valores - UME *
(Miles de millones de las respectivas monedas nacionales)

	1993		1994		1995		1996		1997						
	Capit. (1)	Porcentaje (2)/(1)	Capit. (1)	Contrat. (2)	Porcentaje (2)/(1)	Capit. (1)	Contrat. (2)	Porcentaje (2)/(1)	Capit. (1)	Contrat. (2)	Porcentaje (2)/(1)				
Austria	329,9	152,6	46,26	312,3	187,0	59,88	314,4	259,7	82,60	357,5	217,3	60,78	451,9	300,5	66,50
Bélgica	2.818,9	387,4	13,74	2.677,7	428,9	16,02	2.984,8	452,9	15,17	3.806,4	695,3	18,27	4.862,0	1.064,1	21,89
Francia	6.566,0	959,7	14,62	6.107,0	1.101,0	18,03	6.576,0	1.034,6	15,73	7.609,0	1.419,3	18,65	8.745,0	2.373,9	27,15
Irlanda	12,3	6,0	48,78	13,0	6,4	49,23	16,1	8,3	51,55	20,7	7,3	35,27	37,1	23,0	61,99
Italia	234.256,0	103.501,0	44,18	293.566,0	190.093,0	64,75	325.568,0	140.341,0	43,11	386.157,0	156.521,0	40,53	600.042,0	337.548,0	56,25
Media		33,52			41,58				41,63						46,76
España	20.833,0	5.944,7	28,54	20.401,0	8.145,0	39,92	22.899,0	7.356,9	32,13	31.631,0	11.348,2	35,88	44.260,0	23.782,9	53,73

(*) Países de los que se han obtenido datos para los cinco años.
Fuente: The Salomon Smith Barney, *Guide to World Equity Markets*, 1998.

cias en deuda del Estado, y en obligaciones y otros valores de renta fija de emisión pública, ascendían a 19,2 billones. A la misma fecha, los títulos de renta fija de emisión privada poseídos por bancos y cajas sumaban 2,4 billones. En cuanto a la renta variable, los valores en poder de bancos y cajas ascendían a 3,9 billones, de los cuales, por el nivel de la parte de capital poseída, 1,3 billones se calificaban como participaciones en empresas del grupo y 1,6 billones en empresas fuera del grupo, excluyendo, en ambos casos, las participaciones en otras entidades de crédito.

La inversión por parte de bancos y cajas de 19,2 billones en títulos públicos y de 6,3 billones en títulos privados, sumando en total 25,5 billones —lo que equivale, a la fecha dicha, a cerca del 20% del balance total de bancos y cajas—, da una idea de la capacidad del sistema bancario para, al margen del otorgamiento de crédito, financiar la economía mediante la adquisición de títulos mobiliarios.

Pero no se agota aquí el flujo de inversión en el mercado de valores de que es capaz el sistema bancario. Como es bien sabido, la reducción del tipo de interés ha ocasionado un desplazamiento del ahorro financiero desde las entidades de crédito hacia los fondos de inversión, en busca de una mayor rentabilidad, lo cual ha obligado a bancos y cajas a entrar en el negocio de los fondos de inversión para compensar, vía comisiones, lo que perdían en margen de intermediación sobre los recursos fugados. Tan es así que de los 1.750 fondos de inversión actualmente existentes, 1.317 —es decir, el 75%— pertenecen a grupos de bancos y cajas. Mayor es todavía la participación si se atiende al patrimonio de dichos fondos, que es del orden de 32 billones de pesetas, de los cuales, 28 billones —o sea, el 88%— corresponden a fondos gestionados por el sistema bancario.

Los fondos de inversión responden a distintas modalidades o políticas y, a tenor de ellas, se clasifican en fondos de inversión en activos del mercado monetario, fondos de renta fija, renta variable, mixtos, internacionales; todos ellos en su doble variedad de garantizados o no. Desde el punto de vista de la financiación de las empresas, los fondos más interesantes son los que invierten en acciones y en renta fija privada. Entre los fondos de renta variable, variable mixta y fija mixta se concentra aproximadamente el 95% de las acciones de empresas españolas poseídas por los fondos. En cambio, los títulos de renta fija y otros activos monetarios privados se hallan más dispersos. En cualquier caso, en el activo del balance consolidado de los fondos al 30 de junio de 1998, facilitado por la CNMV, dejando aparte las sociedades de inversión colectiva, figuran acciones españolas por un importe superior a 1 billón 978.000 millones de pesetas, y valores privados de renta fija por otro billón 870.000 millones.

Sin embargo, la capacidad de financiación de las empresas españolas por parte de los fondos de inversión es superior a la que resulta de estas cifras, como

algunas veces han puesto de manifiesto los responsables de las instituciones de inversión colectiva, quejándose de que las empresas no recurren a ellas para la colocación sea de acciones y obligaciones, sea de pagarés de empresa, obligando a los fondos a buscar colocación del ahorro de sus partícipes en el mercado extranjero. Así se explica que, al 30 de junio pasado la cartera exterior de los fondos de inversión ascendiera a 2,7 billones en títulos extranjeros de renta fija y variable.

EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

El papel de las instituciones de inversión colectiva, que en el mundo anglosajón se constituyen, de hecho, en defensores del capital ordinario o flotante de las empresas –es decir, de los pequeños accionistas–, en nuestro país, a mi juicio, está llamado a adquirir importancia a medida que los fondos de inversión se desarrollen más y se vayan uniendo a ellos los fondos de pensiones, al tomar incremento los sistemas de capitalización privada de los planes de pensión. Por el momento, baste decir que, al 30 de junio de 1998, la capitalización de la Bolsa de Madrid ascendía a 66,1 billones de pesetas, de los cuales 3,4 correspondían a renta fija, pública y privada, a los que habría que añadir 42,1 billones de deuda pública incorporada al sistema de anotaciones en cuenta, dando una capitalización total de 108,2 billones. A esta misma fecha, los 1.660 fondos de inversión existentes totalizaban, en sus distintas modalidades, un patrimonio de 31,9 billones, lo que equivale al 29,5% de la capitalización total, entendida como la suma de los títulos cotizados más las anotaciones en cuenta.

Como complemento de estos datos, puede resultar interesante observar la ejecutoria de los 20 mayores fondos de renta variable, cuyo patrimonio, al 30 de junio de 1998, ascendía a 1.129.080 millones, lo que equivale al 60,25% de los 1.874.063 millones a que ascendía el patrimonio de los 124 fondos de renta variable que en aquella fecha existían. El 87,24% del patrimonio de dichos primeros 20 fondos de renta variable –es decir, 985.009 millones– estaba invertido en valores del IBEX 35, que, como se sabe, es un índice compuesto por los 35 valores de mayor contratación en la Bolsa de Madrid. La capitalización del IBEX 35, a la fecha de referencia, era igual a 39.385.951 millones, y la posición que la media de los 20 fondos tenía en las empresas del IBEX 35 es la que, en porcentaje y en millones de pesetas, figura en el cuadro 7.

De estos datos se deduce la participación en el capital de las empresas del IBEX poseída por dichos fondos de renta variable, que, por su parte, no concentran más que el 49% aproximadamente de las acciones españolas que figuran en las carteras de la totalidad de los fondos. Por lo que concierne exclusivamente a los

CUADRO 7

Participación de los 20 mayores fondos de renta variable en el capital de las empresas del IBEX-35. Patrimonio total de los 20 mayores fondos de renta variable: 1.129.080 millones de pesetas (Al 30 de junio de 1998)

Valores del IBEX-35	Capitalización bursátil (Millones ptas.) (1)	Posición media 20 fondos en IBEX-35 (%) (2)	Inversión en cada valor (Millones ptas.) (3) = (2) x 1.129.080	Participación en capital empresa emisora (%) (3)/(1)
Acerinox	238.828	0,95	10.726	4,49
Acesa	570.807	0,94	10.613	1,86
ACS	220.099	0,79	8.920	4,05
Aguas de Barcelona	382.005	1,05	11.855	3,10
Amper	58.609	0,18	2.032	3,47
Argentaria	1.685.600	5,25	59.277	3,52
Asturiana de Zinc	77.829	0,24	2.710	3,48
Aumar	213.186	1,30	14.678	6,89
Banco Popular Español	1.448.937	4,53	51.147	3,53
Banco Santander	4.503.840	8,74	98.682	2,19
Bankinter	400.378	1,35	15.243	3,81
Banco Bilbao Vizcaya	5.322.804	9,53	107.601	2,02
Banco Central Hispano	1.776.629	3,90	44.034	2,48
Continente	336.000	0,56	6.323	1,88
Corporación Financiera Alba	242.705	1,17	13.210	5,44
Corporación Mapfre	325.605	0,57	6.436	1,98
Dragados	281.983	1,26	14.226	5,05
Endesa	3.489.275	6,72	75.874	2,17
FCC	475.003	1,57	17.727	3,73
Fecsa	285.772	0,28	3.161	1,11
Gas Natural	1.653.786	2,78	31.388	1,90
Hidrocarbónico	264.125	0,52	5.871	2,22
Iberdrola	2.244.857	5,17	58.373	2,60
Pryca	537.458	0,80	9.033	1,68
Puleva-Uniasa	58.573	0,01	113	0,19
Repsol	2.535.000	6,52	73.616	2,90
Sevillana	504.337	0,58	6.549	1,30
Sol Meliá	226.300	1,09	12.307	5,44
Tabacalera	578.127	2,21	24.953	4,32
Telefónica	7.266.379	12,00	135.490	1,86
Tubacex	59.700	0,02	226	0,38
Unión Fenosa	601.741	1,36	15.355	2,55
Uralita	110.998	0,88	9.936	8,95
Vallehermoso	242.638	1,31	14.791	6,10
Viscofán	166.038	1,11	12.533	7,55
Total	39.385.951	87,24	985.009	2,50
		s/1.129.080		s/39.385.951

Fuente: Bolsa de Madrid, revista mensual y AB Asesores.

tan repetidos 20 mayores fondos, se observa que su participación accionaria al 30 de junio de 1998 era igual al 8,95% en Uralita, 7,55% en Viscofan, 6,89% en Aumar, 6,10% en Vallehermoso, 5,44% en Corporación Financiera Alba y en Sol Meliá, 5,05% en Dragados, 4,49% en Acerinox, 4,32% Tabacalera, 4,05% en ACS, 3,81% en Bankinter, 3,73% en FCC, 3,53% en Banco Popular y 3,52% en Argentaria, por no citar más que las participaciones superiores al 3,5%. En algunas de estas empresas, las participaciones en el capital que ostenta la pequeña muestra de fondos analizados pueden calificarse, por lo menos, de significativas. Se comprende, por lo tanto, la posibilidad de influir en las políticas de las empresas que alcanza, y alcanzará más en el futuro, a la inversión institucional, y el interés que las empresas habrán de tener en dar satisfacción a los deseos de los fondos.

* * *

Tras este recorrido sobre los aspectos del sistema financiero español que estimo relevantes en relación con la convergencia real de España con la UME, pienso que esta convergencia se logrará, en menor o mayor grado, y en menos o más tiempo, en la medida en que los factores determinantes del crecimiento del producto, y concretamente del producto per cápita, tomen el protagonismo que les corresponde. Es decir, en la medida en que el ahorro; la dotación de capital físico, tecnológico y humano; la inversión en infraestructuras, en investigación y desarrollo; el progreso de la innovación; la formación básica, profesional y superior alcancen el nivel necesario para que nuestro PIB *per cápita* crezca más aprisa que el de nuestros socios. Pero, sin querer pronunciarme sobre la causalidad o simple coexistencia entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, dejando la opción al gusto de cada cual, opino, y con esto concluyo, que si en el pasado nuestra convergencia ha tenido fases de retroceso y, en las de recuperación, el avance no ha sido lo suficientemente satisfactorio, no ha sido —digo, a mi juicio— por defectos atribuibles al sistema financiero, tanto en lo que se refiere a la actividad crediticia como al funcionamiento del mercado de dinero y de capitales. Y añado que, en un futuro próximo, si los determinantes no financieros del crecimiento impulsan nuestra convergencia hacia arriba, el sistema financiero español no sólo no ha de ser obstáculo para que la mejora de la convergencia se produzca, sino que, gracias a sus activas políticas de otorgamiento de crédito, por un lado, y de participación en el mercado de valores, sobre todo en el de emisiones, por otro lado, si la política fiscal y la de impuestos no interfieren el libre funcionamiento del sistema, las empresas españolas, que son, en definitiva, las creadoras del crecimiento económico si pueden operar en un marco de liberalización y competencia, encontrarán en el sistema financiero español el mejor aliado para lograr, actuando de consenso, el deseable nivel de convergencia real de España con los países de la UME, en la que, a partir del 1 de enero de 1999, estamos integrados.