

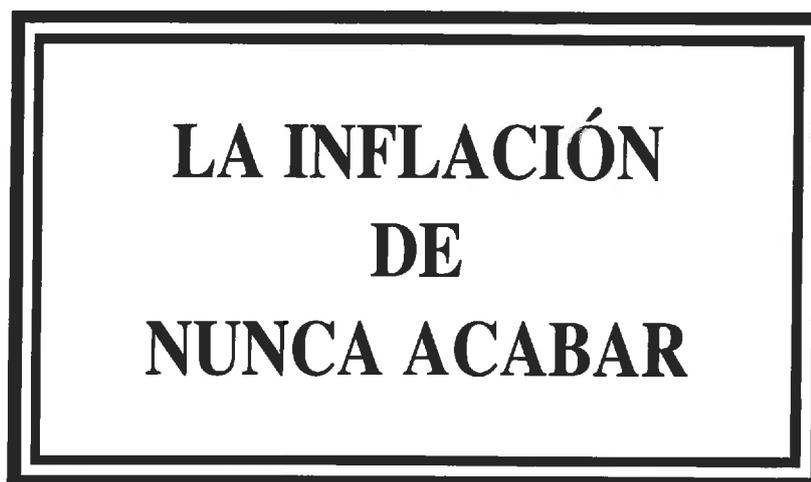
*Cuadernos*

 de   
Información Económica

**LA INFLACIÓN  
DE  
NUNCA ACABAR**



FUNDACIÓN FONDO PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL  
OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS



**LA INFLACIÓN  
DE  
NUNCA ACABAR**

The title is enclosed in a double-line rectangular border. The text is centered and written in a bold, all-caps, sans-serif font.

## FUNDACIÓN FONDO PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

---

### Patronato

BRAULIO MEDEL CÁMARA (*Presidente*)  
JOSÉ JOAQUÍN SANCHO DRONDA (*Presidente de Honor de la CECA*)  
LUIS CORONEL DE PALMA  
DIEGO FUENTES TALAVERA  
TOMÁS MARTÍN-PEÑATO ALONSO  
JOSÉ LUIS MÉNDEZ LÓPEZ  
MARTÍN OLLER SOLER  
JUAN RAMÓN QUINTAS SEOANE  
FRANCISCO TUDELA SALVADOR  
AVELINO VILA OTERO  
ANGEL ROBERTO VILLALBA ÁLVAREZ

### Presidente de Honor

ENRIQUE FUENTES QUINTANA

## CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

---

### Consejo de Redacción

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ (*Director*)  
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES (*Redactor-Jefe*)  
JULIO ALCAIDE INCHAUSTI  
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ  
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE  
FRANCISCO CASTELLANO REAL  
MANUEL LAGARES CALVO  
JUAN ANTONIO MAROTO ACÍN  
CARMELA MARTÍN GONZÁLEZ  
FERNANDO PAMPILLÓN FERNÁNDEZ  
JORGE PEREIRA RODRÍGUEZ  
JOSÉ LUIS RAYMOND BARA  
JOSÉ VILLAVERDE CASTRO

#### *Cuadernos de Información Económica*

*no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.*

### Autoedición

Joaquín López Nadales

### Diseño Cubierta

Alberto Corazón

### Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social  
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros  
Padre Damián, 48. 28036-Madrid

### Imprime

RAYCAR, S.A. Impresores  
Matilde Hernández, 27. 28019-Madrid

Depósito legal: M. 402 - 1987  
ISSN: 1132-9386

# SUMARIO

---

---

Pág.

## PRESENTACIÓN

---

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

---

LA INFLACIÓN EN ESPAÑA: Un problema que empieza a resolverse.- <i>Angel Laborda Peralta</i> .....	1
EL PROCESO DE DESINFLACIÓN Y LOS SALARIOS.- <i>Miguel Sebastián y Patrocinio Tello</i> .....	8
¿ES ALCANZABLE EL OBJETIVO DE INFLACIÓN QUE MAASTRICHT ESTABLECE?.- <i>José L. Raymond</i> .....	14
ANEXO.....	20
INFLACIÓN, POLÍTICA MONETARIA, TIPOS DE INTERÉS Y EXPECTATIVAS.- <i>Antoni Espasa</i> .....	21
LA CREDIBILIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA.- <i>Analistas Financieros Internacionales</i> .....	38

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

---

ACUERDO SOBRE EL PACTO DE ESTABILIDAD EN LA REUNIÓN CUMBRE DE LA UE EN DUBLÍN.- <i>Ricardo Cortes</i> .....	43
LA INFLACIÓN Y LA DESINFLACIÓN, EN ALGUNOS CONTEXTOS RECIENTES.- <i>José Luis Ugarte</i> .....	45
INFORME DE LA SECRETARÍA DE LA OCDE SOBRE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA .....	55
LA EUROTASA ITALIANA: SUS CARACTERÍSTICAS.- <i>María Teresa Sebastián Argüelles y Fernando de la Hucha</i> .....	60

### SISTEMA FINANCIERO

---

NUEVAS REFORMAS EN EL MERCADO HIPOTECARIO ESPAÑOL.- <i>Santiago Carbó y Juan Coello</i> .....	63
LA BOLSA ESPAÑOLA: FLUJOS ACTUALES DE INVERSIÓN Y PERSPECTIVAS FUTURAS.- <i>Idoia Basterrechea</i> .....	71

### PUNTO DE VISTA

---

BALANCE ECONÓMICO DEL AÑO. El Gobierno del PP torea la economía sin entrar a matar.- <i>Enric Tintoré Coordinador-jefe de la Sección de Economía de "La Vanguardia"</i> .....	83
---	----

### RESUMEN DE PRENSA

---

COMENTARIO DE ACTUALIDAD.- <i>Ramon Boixareu</i> .....	87
LA INFORMACIÓN ECONÓMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL.....	90

### TEMAS DEL MES

---

DIEZ PREGUNTAS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL CONSUMO FAMILIAR EN ESPAÑA.- <i>Victorio Valle</i> .....	111
DICIEMBRE 1996: LENTO AVANCE DE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES.- <i>Francisco Alvira Martín y José García López</i> .....	118

ANEXO.....	129
LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, SEGÚN LA CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA.- <i>Juan Antonio Maroto Acín</i> .....	131
LA APERTURA A LA COMPETENCIA DEL SECTOR ELÉCTRICO.- <i>Pilar Sánchez Núñez</i> .....	137

### GRÁFICO DEL MES

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE CONSUMO (IPC) UNIÓN EUROPEA Y ESPAÑA .....	149
--	-----

### INSTANTÁNEA ECONÓMICA

CONVERGENCIA REAL Y CONVERGENCIA NOMINAL DE ESPAÑA Y LA UNIÓN EUROPEA. AÑOS 1990 A 1996 .....	153
---	-----

### LIBROS DEL MES

<i>Bancos Centrales</i> , de <i>Marjorie Deane</i> y <i>Robert Pringle</i> , <i>Analistas Financieros Internacionales</i> .- <i>José I. García de Paso</i> .....	157
<i>Diagnóstico sobre la Evolución de la Eficiencia de la Empresa Española</i> , de <i>Isidro de Pablo López</i> y <i>José Miguel Rodríguez Antón</i> .- <i>Mónica Melle Hernández</i> .....	160
<i>The macroeconomy: private choices, public actions and aggregate outcomes</i> , de <i>Michael B. McElroy</i> .- <i>Santiago Lago Peñas</i> .....	162
<i>El desafío de la moneda única</i> , de <i>Joan Elias</i> .- <i>Pilar Egido</i> .....	164

# PRESENTACIÓN

**E**l mes de diciembre avanza hacia la culminación del año, poblando el panorama económico con un contenido rico y variado de hechos y noticias de indudable trascendencia.

En el horizonte internacional, la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno en Dublín el pasado día 13 de diciembre –de la que Ricardo Cortes ofrece una primera aproximación informativa– presenta al "Euro" en sociedad y alcanza, finalmente, un acuerdo matizado sobre el tan traído y llevado "pacto de estabilidad" que extiende más allá del momento inicial de entrada en la UME, la filosofía de la estabilidad y el equilibrio presupuestario consagrado por el Tratado de Maastricht.

En el interior, diciembre ha sido portador de buenas noticias. Por vez primera en veintiséis años, se ha registrado una tasa nula de inflación –la de noviembre–, lo que eleva la tasa de crecimiento de los precios al 2,9 por cien en los once primeros meses del año y la variación anual (noviembre de 1996 sobre noviembre de 1995) al 3,2 por cien, que hace creíble una inflación a final de año por debajo de las previsiones oficiales. Seguramente este buen comportamiento de los precios está en la base de la reducción en medio punto del tipo de interés oficial de intervención del Banco de España que queda finalmente, tras esta octava reducción en el plazo de un año, en el 6,25 por cien anual.

El acuerdo sobre el "pacto de estabilidad" es noticia en Europa y también la estabilidad de precios es la noticia económica en España en este tramo final del año 1996. Son buenas razones para que *Cuadernos de Información Económica* dedique la parte central de su contenido a saludar los indudables logros alcanzados y a llamar la atención sobre las cautelas necesarias para el mantenimiento futuro de una senda estable para el crecimiento económico español.

Una línea de cautela, no pesimista, sobre la que el pasado día 14 se pronunciaba *The Economist* en un extenso y documentado informe sobre España que contiene como punto de partida un informe completo aunque tal vez algo crudo sobre la realidad económica española, sus problemas y condicionantes.

Respecto al deseo español de entrar en la UME como socio fundador apunta a que muchos españoles –entre ellos también empresarios– no se dan del todo cuenta de que eso, al principio, supondrá sacrificios:

— "Los políticos españoles, al sugerir que aunque entrar en la UME al principio supondrá sacrificios, luego hará la vida más fácil se arriesgan a que haya una fuerte reacción negativa contra ellos. En realidad la UME seguramente hará de momento la vida más dura, al impedir soluciones de facilidad tales como políticas monetarias y fiscales permisivas y frecuentes devaluaciones. Pero esto sería una buena cosa... Lo que España tiene que hacer para entrar en la UME lo tiene que hacer de todos modos".

## La inflación de nunca acabar

El *Gráfico del Mes* –con su análisis comparativo del diferencial de inflación con la Unión Europea– y la *Instantánea Económica* –que establece la conexión entre convergencia nominal y real– ya proporcionan, sobre una base cuantitativa sencilla, dos importantes argumentos para que la sociedad española no se despreocupe de la lucha contra la inflación. De una parte la clara percepción de que los avances españoles, en este terreno, van acompañados de sustanciales mejoras en la estabilidad del resto de los países de la Unión Europea y, por tanto, reducir el diferencial que separa a España de Europa requiere redoblar el esfuerzo más allá de inútiles complacencias en los resultados alcanzados. De otra parte la aceptación de que la senda de estabilidad es una exigencia para la mejora de las bases del crecimiento económico español, no es un capricho del Tratado de Maastricht, tal como muestra la asociación positiva entre convergencia nominal y real que la Instantánea muestra.

Cinco distintas colaboraciones ofrecen, en este número de *Cuadernos*, visiones diferentes y, en buena medida, complementarias sobre la inflación española.

— Angel Laborda aporta la visión panorámica y global sobre la inflación española en 1996 y sus perspectivas para 1997. Partiendo de los excelentes resultados de 1996, se analiza el comportamiento detallado de los precios, destacando el papel que, en todo proceso de desinflación, juegan los diferentes agentes económicos y sociales. El punto actual es bueno, no sólo por los resultados logrados, sino por la credibilidad que la política económica de lucha contra la inflación adquiere. El futuro depende, de una parte, del Gobierno tanto en su comportamiento presupuestario como en el del acceso a las necesarias reformas estructurales especialmente en el sector servicios; de otra parte, de los sindicatos, que constituyen la pieza central en el proceso de negociación colectiva de cuya moderación pende en gran medida el futuro de los precios.

— Miguel Sebastián y Patrocinio Tello proporcionan, en su artículo, nueva evidencia empírica sobre un tema clave, cual es la relación entre evolución de los precios y de los costes laborales unitarios. El hecho fundamental es que así como en Estados Unidos la flexibilidad de su mercado de trabajo hace que el proceso desinflacionista haya ido acompañado de crecimientos iguales o menores a los de los precios por parte de los salarios, en Europa, en general y en España en particular, la rigidez de los mercados hace que el ajuste se produzca por vía del empleo y la productividad. Esta es la razón de la aparente paradoja de que la reducción de la inflación se pueda estar produciendo en un contexto de un crecimiento mayor de los salarios nominales, ya que la destrucción de empleo eleva la productividad y reduce el coste laboral unitario. Esta conexión se da con más intensidad en el sector industrial, mientras que en servicios y construcción la relación entre precios y salarios parece más estrecha.

Es obvio que la compatibilidad aparente entre desinflación y crecimiento de salarios, lejos de independizar ambos problemas –inflación y desempleo– llama la atención sobre la necesidad de flexibilizar el mercado de trabajo para avanzar en una senda de creación de empleo y estabilidad.

— El profesor Raymond, partiendo de la reciente evolución de los precios españoles, se cuestiona con precisión la posibilidad para España de alcanzar el correspondiente requisito establecido en el Tratado de la Unión Europea.

La nota del profesor Raymond muestra la insuficiencia del ritmo histórico de reducción del diferencial y, en consecuencia, postula la necesidad de intensificar los esfuerzos en la lucha contra la inflación con el fin de entrar en la UEM en la primera selección de países.

El autor aduce dos razones a favor de esa lucha. La primera porque la

estabilidad es una condición necesaria para la convergencia real; la segunda porque el incumplimiento supondría echar por tierra todo un conjunto de sacrificios y perder una oportunidad histórica difícilmente repetible que, además, exigiría nuevos esfuerzos y, muy probablemente, en condiciones futuras mucho más duras.

Por otra parte, no debe olvidarse un riesgo adicional: que en caso de producirse la esperada reactivación económica, los progresos en el control de la inflación serían mucho más complicados.

— El documentado artículo del profesor Espasa comienza insistiendo en la conocida tesis de su autor sobre la insuficiencia del IPC, como agregado global, para realizar un diagnóstico sobre la inflación, considerando más adecuado para lograr mejores predicciones un enfoque de carácter desagregado.

Del examen de las previsiones de inflación de las economías de los países comunitarios se desprende una razonable probabilidad de que nuestro país llegue a superar el criterio de precios si logra alcanzar el objetivo del 3 por 100 establecido por el Banco de España. Probabilidad que el autor estima superior a la del logro del criterio de déficit público.

Un tema siempre preocupante es el del impacto de los precios de los servicios en el IPC. De hecho, en los últimos cuatro años ha sido el que más ha incluido en la reducción del diferencial de inflación con los países comunitarios, pero de cara a las proyecciones para el próximo trienio nuestra ser el componente más inflacionista. Uno de los objetivos de la política económica será, sin duda, tratar de hacer más transparente e intensificar la competencia en este sector.

— Finalmente, la colaboración de AFI se dedica este mes a una valoración de la política monetaria de estabilidad seguida por el Banco de España, en el ejercicio de su autonomía. La nota describe los cambios en la instrumentación de la política monetaria, repasa los éxitos cosechados en los dos últimos años y la trayectoria decreciente de los tipos de interés que ha culminado en la reciente reducción de 0,5 puntos —el 13 de diciembre— y apuesta por futuras reducciones de tipos como consecuencia de la moderación de la inflación que la entrada en la UME, en los plazos previstos, comportará.

### **La inflación: Un repaso del contexto internacional**

---

Un capítulo del *World Economic Outlook* del pasado mes de octubre dedicado a la inflación de la posguerra sirve de inspiración a José Luis Ugarte, para ofrecer algunos comentarios acerca de la influencia del entorno sobre los procesos de variación de los precios en la segunda mitad de este siglo. En un planteamiento inicial referido al conjunto de las economías de la OCDE, destaca el extraordinario y continuado crecimiento del período 1950-1973, con tasas reales de incremento del PIB del 5 por 100, pleno empleo y una inflación de tan sólo un 4 por 100, explicable por la enorme expansión de la oferta de bienes y servicios.

El letargo inflacionista despierta en los años setenta con las dos sucesivas subidas de los precios del petróleo, que desencadenaron un proceso de desequilibrios y tensiones materializados en menores crecimientos, mayor inflación y fuerte expansión del paro.

La, hasta entonces, despreocupación por la estabilidad de precios se convierte en el objetivo primordial de la política económica y la desinflación en uno de los deberes principales de los gobiernos. La utilización de diversos instrumentos, básicamente los tipos de interés, han logrado importantes éxitos en la contención de los precios, pero, como afirma José Luis Ugarte, deben comple-

mentarse con otras medidas encaminadas a mejorar la eficiencia del aparato productivo si se pretenden avances en el crecimiento económico y en el nivel de empleo.

El lector interesado en el acontecer económico internacional encontrará otras tres notas informativas sobre temas de interés en los países de nuestro entorno. Dos de ellas se deben a la pluma de Ricardo Cortes:

— La crónica de urgencia de la reunión de Dublín describe sintéticamente el contenido de los acuerdos alcanzados por los presidentes de Estado y de Gobierno de los países de la Unión Europea, sobre el denominado "pacto de estabilidad". En síntesis, se mantiene la idea de la contención del déficit, después de la UEM, pero se desprovee a las sanciones -en caso de incumplimiento- del automatismo con que se habían concebido inicialmente.

— El informe de la OCDE sobre la situación macroeconómica realiza un diagnóstico y avanza algunas recomendaciones de política económica para los países miembros. Es particularmente interesante su análisis de la problemática de los países europeos en su difícil marcha hacia la moneda única. Parece claro que si bien la reducción de los desequilibrios presupuestarios puede tener efectos beneficiosos sobre la actividad económica a largo plazo, cabe preguntarse si a corto plazo la contracción de la demanda agregada, derivada de una rápida reducción del déficit presupuestario, puede ser compensada por el aumento de la confianza y la reducción de los tipos de interés reales.

Lo anterior lleva a los expertos de la OCDE a plantear el problema del ritmo con el que debe abordarse la reducción del déficit público.

La última nota de contenido internacional ha sido elaborada por María Teresa Sebastián, Consejera Financiera de la Embajada de España en Italia, en colaboración con el Catedrático de la Universidad Pública de Navarra, Fernando de la Hucha. Su objeto es exponer los rasgos fundamentales de una ingeniosa sugerencia italiana -la eurotasa- para contribuir a la reducción del déficit y, por tanto, al cumplimiento de ese criterio de convergencia nominal en aquel país.

El cumplimiento del objetivo del déficit se está convirtiendo en una pesadilla para los gobiernos aspirantes a acceder a la UEM en el grupo inicial. No es de extrañar, pues, que muchos países estén ideando fórmulas que les permitan reducir sus desequilibrios presupuestarios por debajo del 3 por 100. Aparte de la ya muy manida "contabilidad creativa", nos encontramos ahora con que el gobierno italiano, que como casi todos sus homólogos tiene problemas para recortar el gasto público, siguiendo la mejor tradición de la industria de su país, ha diseñado una nueva figura "impositiva" que quiere introducir en el Presupuesto de 1997.

Tal como exponen María Teresa Sebastián y Fernando de la Hucha en su breve nota, la eurotasa no constituye un nuevo impuesto, sino un conjunto heterogéneo de medidas tributarias y financieras. En efecto, en primer lugar, se trata de un recargo progresivo en el impuesto sobre la renta -aunque un porcentaje de este recargo deba ser reembolsado en 1999 y, por tanto, tenga la consideración de empréstito forzoso sin interés-; en segundo término, la eurotasa incluye la anticipación de impuestos, la recaudación de ingresos debidos y no ingresados por los contribuyentes y, finalmente, operaciones contables que reducen el endeudamiento exterior ante la reciente apreciación de la lira.

A la vista de lo que la eurotasa significa, podemos concluir que estamos, básicamente, ante una actuación coyuntural que, sin atacar los problemas presupuestarios estructurales, trata de maquillar los datos de déficit con el fin de ofrecer una imagen presentable para acceder a la tercera fase de la UEM.

## La evolución de los mercados financieros

---

El reciente acuerdo de CECA y AEB para la reducción de los gastos inherentes a la cancelación y cambio de créditos hipotecarios entre instituciones crediticias da origen al artículo de Santiago Carbó y Juan Coello sobre la evolución y perspectivas futuras del mercado hipotecario español. El artículo describe el comportamiento del mercado hipotecario en los dos años y medio transcurridos desde la aprobación de la Ley de subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, analiza las implicaciones del acuerdo sobre hipotecas antes mencionado y concluye con algunas reflexiones sobre el futuro del mercado. En concreto, se reafirma, que la integración en esta parcela del negocio minorista, como consecuencia del avance hacia la UEM, no parece que vaya a ser ni rápida ni traumática dadas las barreras de entrada existentes. Si las entidades financieras nacionales se preparan adecuadamente -y tiene tiempo suficiente para ello-, no tendrán serias dificultades en adaptarse al nuevo entorno que se diseñaría en el futuro.

Por su parte Idoia Basterrechea, Directora de Inversiones de NORBOLSA, la sociedad de valores de las Cajas de Ahorros del País Vasco, ofrece en su colaboración una primera valoración de lo que ha sido el año bursátil que está a punto de concluir. Se analizan las tendencias macroeconómicas, monetarias, políticas, corporativas y de los mercados financieros como referente ineludible del mercado bursátil. Su conclusión es esperanzadora: España -se afirma- cuenta con unos mercados (financieros) de corte europeo preparados para participar de forma estable en el circuito de la Inversión internacional.

## Una crónica del año en *Punto de vista*

---

La prensa internacional ofrece, en su resumen de este mes, información variada con una orientación preponderante -no podía ser de otra manera- hacia las incidencias del avance de proceso de creación de la Unión Monetaria Europea. En particular, se ha recogido con especial detalle, por su interés, la polémica suscitada en Francia por las declaraciones de Giscard d'Estaing sobre la devaluación del franco y su crítica a la política monetaria seguida en el país vecino.

Desde una óptica nacional, el "punto de vista" en este último *Cuaderno* del año está a cargo del coordinador jefe de economía de *La Vanguardia*, Enric Tintoré. Su colaboración destaca los éxitos económicos logrados: la situación -afirma- es buena y las perspectivas parecen mejores, pero al mismo tiempo destaca el camino aún denso y poblado que queda por recorrer en la corrección de los problemas de fondo de la economía y de la hacienda españolas.

## Tres Temas del mes: el consumo, el resultado de las empresas y el protocolo eléctrico

---

Dentro de la variedad de temas y preguntas que la sociedad se formula sobre la situación económica actual, *Cuadernos* ha seleccionado tres temas de indudable actualidad e interés.

1. El comportamiento del consumo privado en España constituye uno de los elementos que suscita mayor preocupación a los analistas de la coyuntura, dada la repercusión que esta variable, tan importante cuantitativamente, tiene sobre el curso de la economía nacional.

El artículo de Victorio Valle resume en diez interrogantes los puntos más destacables sobre la evolución del consumo en España y su comportamiento

futuro. Tal vez la principal aportación de su análisis se resume en la idea de que la evolución de esta magnitud no está gravemente afectada por factores que afecten al patrón estructural que cabe esperar en su comportamiento. Su atonía actual deriva más bien de la propia debilidad del crecimiento de la renta familiar. Por tanto, la esperada recuperación del consumo se irá produciendo al ritmo que marque la propia evolución positiva de la producción y de la renta. Destaca también, una vez más, el papel que la fiscalidad personal juega en la determinación del ahorro familiar, de forma tal que la evidencia empírica muestra que las mejoras en la tasa de ahorro familiar (por ejemplo en 1995) no responden tanto a la contención relativa del consumo como a la reducción -también relativa- de la fiscalidad sobre las familias.

También, dentro de un marco más amplio, el trabajo de FACTAM sobre el Índice de Sentimiento del Consumidor ofrece, desde una perspectiva sociológica, una idea de avance lento, pero firme, de la confianza de los consumidores.

Ese Índice de Sentimiento del Consumidor, que trimestralmente publica *Cuadernos de Información Económica*, muestra, en el sondeo realizado en noviembre último, algunas interesantes conclusiones. El mejor índice de este trimestre desde 1992 indica una recuperación de la confianza por parte de las familias. En segundo lugar, esa tendencia está amparada en unas mejores expectativas del público, debido, entre otras variables, a la percepción de caída de los precios hasta tasas no recordadas por muchas personas.

Estos datos favorables no ocultan otros más negativos. El paro continúa siendo uno de los problemas más preocupantes para los españoles, y la mayoría se muestra pesimista con respecto a su futuro. De hecho, en los últimos dos años y medio, las expectativas de paro muestran una elevada estabilidad y la falta de empleo es una constante social.

Los resultados no predicen una rápida recuperación del consumo, ya que indican que ni es buen momento para gastar ni esperan aumentar las compras en un futuro inmediato.

Con relación al año anterior se observa un avance lento del optimismo respecto a la economía nacional y familiar, pero todavía pesan mucho los que piensan que la situación está estancada o empeorará.

2. La reciente aparición de los datos de la Central de Balances del Banco de España da pie al comentario del profesor Juan Antonio Maroto Acín. Las empresas españolas que están integradas en la Central de Balances muestran una situación de mejora generalizada en la mayoría de los indicadores que permite anidar una actitud optimista respecto al futuro inmediato. Sin embargo, el profesor Maroto destaca, una vez más, la necesidad de complementar esta visión con los datos, más fragmentarios y menos conocidos, de empresas de menos de 100 trabajadores, cuyas *ratios* de rentabilidad son menos brillantes. Seguramente una visión equilibrada del sector empresarial español obligaría a incrementar el peso de las PYME en los bancos de datos existentes si se pretende obtener un juicio más representativo de cara a la valoración adecuada de la economía española.

3. El tercer tema de actualidad ineludible es la reciente firma del protocolo eléctrico español. Sobre el sector eléctrico y su apertura a la competencia discurre el trabajo de Pilar Sánchez Núñez, del Tribunal de Defensa de la Competencia.

El sector eléctrico, considerado tradicionalmente como uno de los paradigmas del monopolio natural y, por tanto, su actividad sometida a fuertes regulaciones, ha vivido, en los últimos años, cambios relevantes que permiten considerar a la energía eléctrica como susceptible de ser ofrecida de forma más eficiente en un mercado competitivo.

Para la autora, son requisitos necesarios para que el mercado eléctrico español adquiriera esta condición los siguientes: la posibilidad de un acceso libre e indiscriminado a las redes de transporte y distribución –es decir, la eliminación de las barreras de entrada existentes–, suficiente concurrencia de oferentes y demandantes y, específicamente para este sector, la desintegración vertical de las actividades de generación, transporte y distribución.

La reciente firma del Protocolo eléctrico entre la Administración y las empresas del sector (el 12 de diciembre pasado) supone un primer paso para el desarrollo de la Ley de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional y el impulso de la competencia en una industria de tanta trascendencia para la economía del país.

Aun cuando sea una mera declaración de intenciones, del Protocolo se desprenden una serie de cambios cualitativos con respecto al modelo actual de suficiente importancia tanto en generación como en transporte, distribución y comercialización y en la posibilidad de elección de suministrador por parte de los consumidores.

### **Los Libros del mes**

---

Cuatro obras que se han estimado interesantes para los lectores se comentan en este número:

1. *"Bancos centrales"*, de Marjorie Deane y Robert Pringle, por José I. García de Paso.

Se trata de una obra dirigida a estudiar los bancos centrales del mundo desde tres perspectivas diferentes: la histórica, que examina su evolución desde el nacimiento hasta la actualidad; la institucional, en donde examina el papel que juegan en la economía monetaria y financiera los seis principales institutos emisores del mundo: el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Bundesbank alemán, la Banca de Italia, y los bancos de Francia, Inglaterra y Japón; la tercera, la funcional, analiza las principales funciones desarrolladas por estas instituciones y las diferencias más apreciables en cuanto al diseño y ejecución de la política monetaria y a su responsabilidad en la supervisión de las entidades de crédito y otras instituciones.

El trabajo finaliza exponiendo las conclusiones de los autores en temas tan controvertidos como conciliar los principios de la democracia y una política monetaria autónoma del gobierno o renunciar a la función de supervisión y control y transferirla a otro organismo ajeno.

2. *"Diagnóstico sobre la evolución de la eficiencia de la empresa española"*, de Isidro de Pablo y José Miguel Rodríguez Antón, por Mónica Melle Hernández.

La obra es el resultado de una investigación realizada por los autores acerca de la evolución de la empresa española, entre los años 1983 y 1993, y persigue como objetivo estudiar la influencia de algunas variables exógenas en su competitividad y, en segundo lugar, examinar la eficiencia por áreas funcionales. Mediante el envío de un cuestionario a altos directivos de las mayores empresas españolas se buscó conocer su opinión.

Las respuestas obtenidas coinciden en señalar como muy negativas para la eficiencia de la empresa la evolución de las variables del entorno y de las políticas gubernamentales; por el contrario, valoran positivamente la integración de España en la UEM. En cuanto a las áreas funcionales, los directivos califican de positiva la evolución de la dirección, consideran a la financiera como la que

ha avanzado más, en tanto que a la de recursos humanos es la que peor ha evolucionado.

3. *"The Macroeconomy: Private choices, Public Actions and Aggregate Outcomes"*, de Michael B. McElroy, por Santiago Lago Peñas.

Libro de iniciación a la Macroeconomía, accesible y de fácil lectura, que introduce al neófito en los principales tópicos del análisis macroeconómico, en los modelos más representativos del pensamiento económico actual y su aplicación al estudio de temas de tanto interés como el déficit público, al que dedica una gran atención, o a la estabilización de los ciclos económicos y al control de la inflación. En la perspectiva a largo plazo, incorpora el análisis de los factores que determinan el crecimiento de la producción agregada potencial. La parte final, dedicada a los modelos, medición y resultados, subraya la exigencia de validar los modelos explicativos con la realidad mediante el uso de técnicas econométricas adecuadas.

Como la mayoría de los manuales norteamericanos, toma como referente básico a la economía de los Estados Unidos. Además, la utilización del marco institucional como una variable relevante a tener en cuenta demuestra la influencia de la nueva economía institucional y, más concretamente, del pensamiento de Douglass North, tal como reconoce el propio autor.

4. *"El desafío de la moneda única"*, de Joan Elías. Comenta Pilar Egido.

La Caixa, dentro de su colección de estudios e informes, presenta una obra que trata de dar respuesta a preguntas relacionadas con un tema de enorme actualidad: la moneda única, los obstáculos que hay que salvar hasta llegar a ella y las expectativas posteriores. El trabajo comienza estudiando los fundamentos de una unión económica y monetaria y su conveniencia o no, cuestión a la que el autor contesta afirmativamente, aunque matizando sus posibles costes, especialmente si el proceso no está correctamente diseñado. La segunda parte describe los pasos dados desde el origen hasta que la UEM sea una realidad, dando en la tercera respuesta a las preguntas generalmente planteadas sobre este tema: situación de los países *out*, uso de la cláusula de excepción por nuestro país, etcétera.

El libro, que aparece en un momento muy adecuado, pretende concienciar a la sociedad española de que el acceso a la tercera fase de la UEM es un problema colectivo, y no sólo tarea de unos pocos.

\* \* \*

Al término de este número 117 de *Cuadernos de Información Económica* con el que la Fundación FIES cumple su compromiso anual de 1996, quienes participamos en su edición queremos dejar expresa constancia de nuestros mejores deseos de felicidad en las Navidades que se avecinan a nuestros lectores, colaboradores y amigos, al mismo tiempo que hacemos nuestros mejores votos para que 1997 cumpla con creces todas las expectativas favorables que la sociedad y cada uno de nosotros tiene en él depositadas.

## LA INFLACIÓN EN ESPAÑA: Un problema que empieza a resolverse

*Angel Laborda Peralta*  
*Subdirector General de Previsión y Coyuntura*  
*Ministerio de Economía y Hacienda*

Sin duda, la inmensa mayoría de los analistas de la coyuntura económica española estarían de acuerdo en estos momentos en que la evolución de la inflación durante 1996 ha sido francamente positiva, superando las más optimistas previsiones hechas a comienzos del año. De esto deben felicitarse no sólo las autoridades que han dirigido nuestra economía en este periodo, sino también el conjunto de agentes económicos. Ello es así porque, a diferencia de lo que sucede con otros objetivos de la política económica, cuyo cumplimiento depende básicamente de la actuación de dichas autoridades —por ejemplo, la reducción del déficit público—, el control de la inflación es una tarea colectiva, a la que deben contribuir todos los agentes de forma coherente. Ahora bien, ello no debe llevar a minusvalorar la tarea de los responsables de la política económica, pues, además de cumplir con la parte que les corresponde en el proceso, deben transmitir al resto de agentes la necesaria credibilidad en los objetivos.

En efecto, desde una perspectiva de largo plazo la inflación debe considerarse como un fenómeno monetario y, por tanto, determinado por la evolución de las variables monetarias, pero las oscilaciones en el corto plazo dependen, además, de otros factores, como la situación cíclica de la economía, la política de ingresos y gastos públicos y las expectativas de los agentes económicos. Cuando estas expectativas difieren del objetivo propuesto por los responsables de la política económica —y lo harán cuando dicho objetivo y la política que se esté llevando a cabo sean incoherentes—, la eficacia de la política monetaria para reconducir la situación en el corto plazo es escasa. Por supuesto, a medio plazo un banco central autónomo, como es el Banco de

España desde enero de 1995, puede reconducir un proceso inflacionista, pero el coste en términos de crecimiento y empleo será tanto más elevado cuanto mayor sea la incoherencia del resto de políticas y la falta de credibilidad de los agentes económicos.

El objetivo de este artículo es analizar la evolución de la inflación española durante 1996 y valorar los factores que la determinarán durante el próximo año. Como sabe el lector, los resultados que se obtengan en 1997 y primeros meses de 1998 son cruciales, pues de ellos dependerá que España pueda incorporarse desde el primer momento a la Unión Monetaria Europea (UME) que, con toda probabilidad, se iniciará, en su fase tercera y última, en enero de 1999. En todo caso, debe señalarse que el reto de dominar la inflación no se termina el día del examen de los criterios del Tratado de Maastricht. A ningún agente económico debería pasársele por la cabeza la idea de que una vez integrados en la moneda única puedan repetirse los tradicionales comportamientos inflacionistas de la economía española. Para evitar que ello pudiera ser así y, sobre todo, el coste de dichos comportamientos, deben de acelerarse y profundizarse las reformas estructurales pendientes, en la línea ya iniciada por el actual Gobierno.

### 1. La evolución de la inflación en 1996

El último dato conocido del Índice de Precios de Consumo (IPC), correspondiente al mes de noviembre, situó la tasa de inflación anual en el 3,2%. Previsiblemente este resultado se mantenga en diciembre, con lo que dicha tasa se situaría claramente por debajo del objetivo del 3,5% establecido por

CUADRO NÚM. 1  
PRINCIPALES INDICADORES DE PRECIOS  
Tasas de variación anual en porcentaje

	Media		Dic.	Dic.	Abril	Agosto	Dic.	Marzo	Junio	Sept.	Nov.
	1994	1995	1993	1994	1995	1995	1995	1996	1996	1996	1996
IPC: Total.....	4,7	4,7	4,9	4,3	5,2	4,3	4,3	3,4	3,6	3,6	3,2
Inflación subyacente(1).....	4,6	4,9	5,0	4,5	5,1	4,9	4,8	4,2	3,6	3,4	3,1
IPC alimentación.....	5,7	5,3	4,4	4,9	6,3	4,5	4,5	2,7	4,1	4,0	3,0
No elaborada.....	6,2	3,8	3,7	4,7	6,3	1,4	1,9	-0,9	4,2	3,9	2,5
Elaborada.....	5,3	6,3	4,8	5,0	6,3	6,7	6,2	5,0	4,1	4,0	3,3
IPC no alimentación.....	4,3	4,4	5,1	4,1	4,8	4,2	4,2	3,7	3,4	3,4	3,3
Bienes industriales.....	3,5	3,9	3,9	3,3	4,1	3,8	4,0	3,6	3,1	3,2	3,1
Energía.....	3,6	3,5	6,4	1,8	5,3	1,6	3,0	1,6	2,5	4,8	6,3
Bienes industriales sin energía.....	3,5	3,9	3,3	3,6	3,8	4,3	4,2	4,0	3,2	2,9	2,4
Servicios totales.....	5,4	5,1	6,8	5,2	5,7	4,7	4,5	3,9	3,7	3,6	3,7
Servicios sin alquileres.....	5,4	5,1	6,7	5,2	5,7	4,6	4,5	3,7	3,5	3,4	3,5
Alquileres.....	5,8	5,4	8,7	5,0	4,9	5,7	6,5	8,1	8,3	8,0	8,1
IPC manufacturas (2).....	4,1	4,8	4,1	4,1	4,7	5,1	4,9	4,4	3,5	3,3	2,7
IPRI: Total(3).....	4,3	6,4	3,3	5,3	7,4	6,7	4,4	1,9	1,2	0,8	1,3
Bienes de consumo(3).....	4,4	5,0	4,5	4,1	5,1	5,3	5,1	4,2	4,1	3,4	3,1
Alimentación(3).....	6,9	5,6	8,1	4,6	5,6	5,9	6,2	5,1	5,8	4,7	4,1
No alimentación(3).....	2,6	4,5	1,8	3,7	4,6	4,9	4,1	3,3	2,6	2,3	2,3
Bienes de equipo(3).....	1,8	4,2	1,2	3,1	4,5	4,2	3,3	2,6	2,3	2,1	2,1
Bienes intermedios(3).....	4,8	8,3	3,0	6,9	10,4	8,6	4,2	-0,3	-1,6	-2,0	-0,7
IVU: Importación(3).....	5,8	4,4	3,9	2,6	9,1	2,2	2,1	1,3	-3,1	6,0	4,9
Bienes de consumo(3).....	2,7	2,4	5,9	-3,1	3,0	3,6	4,3	4,4	-2,8	-1,6	3,2
Exportación(3).....	4,2	6,3	7,3	4,1	7,1	8,8	2,8	3,5	5,2	2,5	3,4
Precios percibidos por los agricultores(4).....	10,8	9,0	15,0	4,9	11,0	4,3	16,2	11,1	1,1	-5,2	-
Deflactor del PIB.....	4,0	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(1) IPC general sin alimentación no elaborada y sin energía.

(2) Alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos.

(3) Los datos que figuran en el mes de noviembre corresponden al mes de octubre.

(4) Los datos que figuran en el mes de septiembre corresponden al mes de agosto.

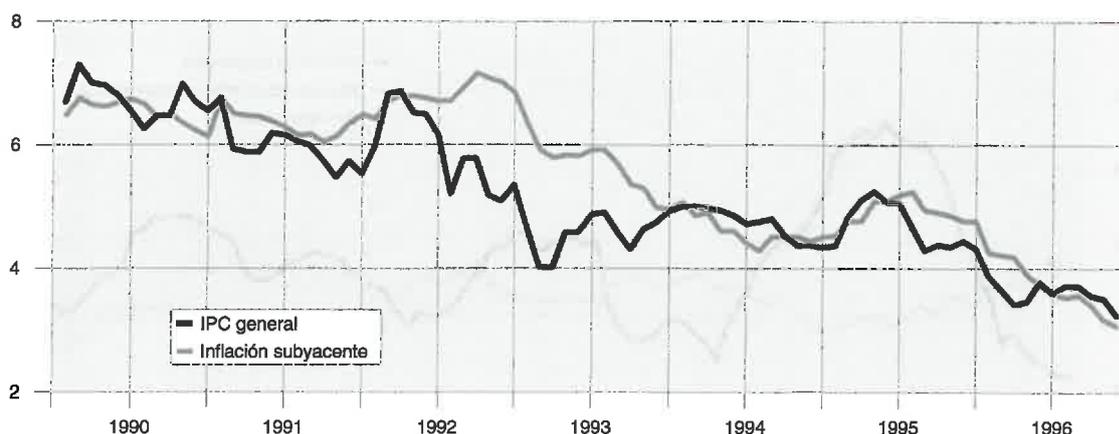
Fuentes: INE, MAPA y MEH.

la política económica. Este hecho ya es, de por sí, importante porque aumenta la credibilidad por parte de los agentes económicos en el proceso desinflacionista y mejora las expectativas, todo lo cual hará más fácil la consecución del objetivo para 1997.

De confirmarse en diciembre la tasa del 3,2%, la inflación se habría reducido respecto a diciembre de 1996 en 1,1 puntos porcentuales. La inflación media anual alcanzaría un 3,6%, también 1,1 puntos por debajo de la media de 1996. Hay que recordar que unas tasas tan bajas no se conseguían desde 1969. Es cierto que los demás países también están registrando tasas históricamente bajas, pero España es uno de los que lo hace en mayor medida y, como consecuencia de ello, el diferencial se está reduciendo (véase gráfico 2). En el último mes con datos conocidos, octubre, el diferencial con la media de la UE se situó en 1 punto porcentual y con los tres mejores países, en 2,4 puntos, frente a 1,4 y 3,5 puntos, respectivamente, en diciembre de 1995. Previsiblemente, en noviembre, dichos diferenciales se habrán reducido adicionalmente en dos o tres décimas porcentuales.

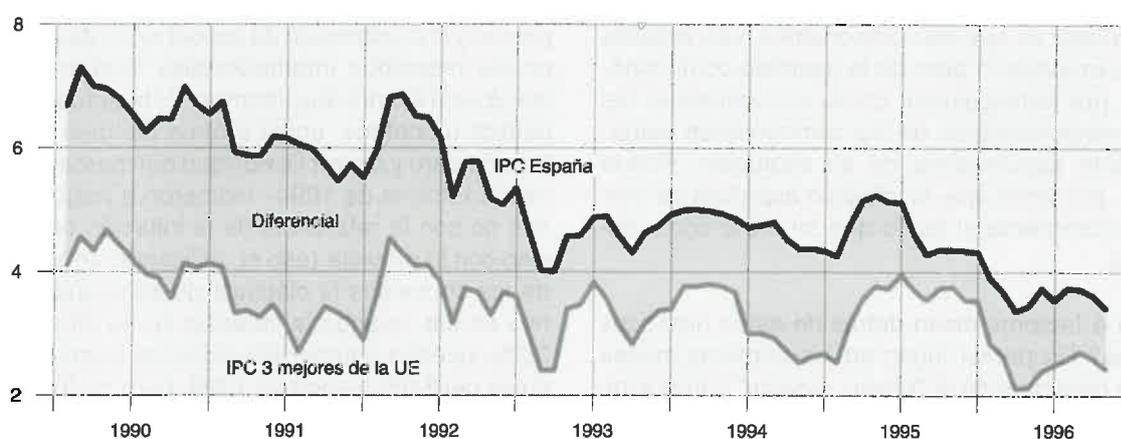
En todo caso, la valoración positiva del comportamiento de la inflación no reside sólo en las consideraciones anteriores, sino en la evolución de los distintos componentes de la misma o, dicho de otra forma, en cómo se ha llegado a la situación actual. Cuando en noviembre de 1995 se estableció el objetivo del 3,5% para diciembre de 1996, los últimos datos conocidos del IPC eran los del mes de agosto de 1995. En dicho mes, la inflación de los bienes industriales no energéticos estaba situada en el 4,3% (6,2% la de bienes duraderos), la de los servicios en el 4,7% y la de los alimentos elaborados en el 6,7%. La tasa media de estos tres componentes del IPC, que conforman la llamada inflación subyacente o el Índice IPSEBENE, era del 4,9%. Los otros dos componentes, los alimentos sin elaborar y los productos energéticos, daban tasas del 1,4% y 1,6% respectivamente. Pues bien, el objetivo se estableció a partir de las previsiones de que la desaceleración de la inflación de los alimentos elaborados —si es que terminaba la sequía y se resolvían los problemas de oferta de ciertos productos— y la desaparición del impacto de la subida del IVA en enero de 1995 podrían hacer disminuir la inflación subyacente en torno a un punto porcentual, es decir,

GRÁFICO NÚM. G.1  
**PRECIOS DE CONSUMO**  
 (Variación anual en porcentaje)



Fuente: INE.

GRÁFICO NÚM. G.2  
**DIFERENCIAL DE INFLACIÓN**  
 (En puntos porcentuales)



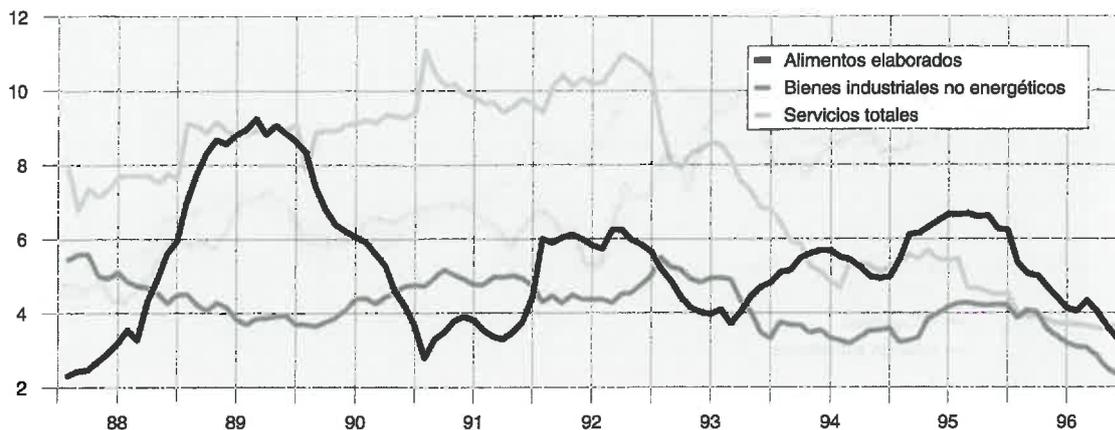
Fuente: Eurostat e INE.

hasta el 3,9%. La previsión se completaba con los supuestos de que los otros dos componentes del IPC, precisamente los más volátiles y difíciles de prever, mantuvieran las tasas observadas entonces, es decir, en torno al 1,5%. En el fondo, detrás de unas previsiones tan prudentes para los componentes centrales del IPC, yacía la incertidumbre de si la economía española sería capaz de registrar tasas de inflación menores del 3,5% de forma duradera, dado que hacía ya un cuarto de siglo que dichas tasas no se conseguían. Los modelos de previsión tipo ARIMA, basados en el examen del comportamiento histórico de las propias variables a prever, "rebotaban" en dicha cifra. Por otra parte, si se cumplían las previsiones de recuperación de la de-

manda interna al ritmo contemplado en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 1996 (PGE-96), el componente cíclico de la inflación, que en aquellos momentos era negativo, iba a ir desapareciendo, dificultando, así, la reducción de la misma.

Transcurrido algo más de un año, los resultados son los siguientes: la inflación subyacente se ha reducido al 3,1% en noviembre; la de los alimentos sin elaborar ha aumentado hasta el 2,5% (llegó a estar casi en el 5% en el mes de julio); y la de los productos energéticos ha aumentado también, hasta el 6,3%. A su vez, la reducción de la inflación subyacente se ha basado, además de en la disminución a la mitad de la tasa correspondiente a los

GRÁFICO NÚM. G.3  
**COMPONENTES DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE**  
 (Variación anual en porcentaje)



Fuente: INE.

alimentos elaborados, como estaba previsto, en la fuerte desaceleración, superior a la prevista, de los precios de los bienes industriales no energéticos y, en menor medida, de los servicios. Es decir, la inflación se ha situado por debajo del objetivo del 3,5% a pesar de que los componentes más volátiles se han comportado peor de lo asumido como hipótesis y, por consiguiente, como consecuencia del mejor comportamiento de los componentes verdaderamente significativos de su evolución. Podría decirse, por tanto, que la inflación española ha perforado claramente el suelo que se creía como estructural.

¿Qué factores están detrás de estos históricos registros? En primer lugar, en los primeros meses del año desapareció el "efecto escalón" introducido un año antes por la subida de la imposición indirecta. También han ido desapareciendo los efectos transitorios que empujaron al alza a la inflación durante 1995, como la sequía, el fuerte aumento de los precios de las materias primas durante 1994 y la depreciación —posteriormente recuperada— de la peseta en el primer trimestre de 1995. Ahora bien, a pesar de que todos estos factores podían considerarse como transitorios, su desaparición sin afectar a la evolución tendencial de la inflación no puede considerarse automática. En efecto, cabía el peligro de que dichos factores transitorios se incorporasen a las expectativas inflacionistas de los agentes económicos a largo plazo, es decir, a los procesos de negociación salarial y determinación de márgenes y otras rentas.

Ello no fue así por la actuación de otros factores. Entre los más importantes, cabe citar el planteamiento riguroso de la política monetaria, subiendo

los tipos de interés a lo largo de 1995, a pesar de que en el exterior estaban bajando. Ello debió de ejercer un impacto seguro sobre las expectativas, y estabilizó el tipo de cambio de la peseta, permitiendo, así, que la bajada de los precios de las materias primas y la moderación de los del resto de productos en los mercados internacionales acabaran trasladándose a los precios internos. Esta actuación de la política monetaria, unida a otros factores —elevada tasa de paro y mayor flexibilidad del mercado laboral tras la reforma de 1994— indujeron a negociar salarios no con la referencia de la inflación observada, sino con la prevista (eso sí, utilizando en la mayoría de los convenios la cláusula de salvaguarda). Así, hoy en día, cuando la inflación se ha situado en el 3,2%, pueden parecer elevados los aumentos salariales del 3,8% fijados en 1996, pero no lo parecerían tanto a comienzos del año, después de haber terminado 1995 con una inflación del 4,3%. Otro factor a señalar es que la política monetaria no ha actuado en solitario, como tantas veces antes, sino que se ha visto complementada con la actuación, también restrictiva, de la política fiscal. El déficit público se reducirá este año algo más de dos puntos porcentuales del PIB, como consecuencia no del aumento de la presión fiscal, que se mantendrá aproximadamente en el mismo nivel que en 1995, sino de la reducción de los gastos. Un cuarto factor que ha contribuido a una desaceleración de la inflación superior a la prevista es que la recuperación de la demanda interna se ha iniciado más tarde y con menos vigor en el consumo privado que lo contemplado en las optimistas previsiones del Proyecto de PGE-96. Por último, cabe señalar los efectos de la política de contención de precios todavía sometidos a autorización (fundamentalmente comunicaciones y energía) y de las políticas de liberalización, cuyos

frutos principales están todavía por venir, pero que empiezan ya a materializarse (transporte aéreo, telefonía móvil y de transmisión de datos, etc.).

## 2. Previsiones para 1997

En estos momentos, muchos analistas de la coyuntura y los agentes económicos nos planteamos si la inflación española puede perforar el suelo del 3%, de la misma manera que hace un año lo hacíamos con el del 4%. Dicho de otra forma, ¿es posible, con una probabilidad elevada, alcanzar el objetivo establecido por los responsables de la política económica de situar la tasa de variación anual del IPC en el 2,6% en diciembre de 1996? Las tendencias recientes de los distintos indicadores de precios y el previsible comportamiento de los factores que los determinarán en el próximo año permiten contestar afirmativamente.

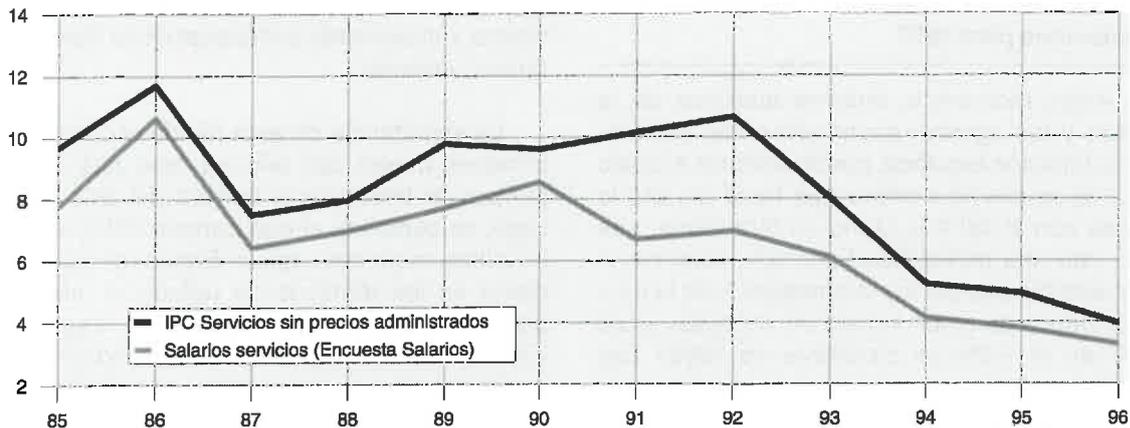
Hay una serie de factores, que podrían considerarse casi como datos a incluir en las previsiones, que, por sí solos, harán bajar la inflación significativamente por debajo del 3% en los primeros meses del próximo año. En primer lugar, los precios de ciertos *alimentos elaborados*, fundamentalmente el aceite, que en el último año se elevaron fuertemente como consecuencia de la escasez de oferta provocada por la sequía, han iniciado ya una corrección a la baja, que se verá agudizada en los próximos meses. En segundo lugar, no están contempladas para el próximo año las tradicionales actualizaciones de los *impuestos especiales* que se producen en enero en función de la inflación prevista, salvo para las gasolinas de mayor octanaje, que tienen escasa incidencia en el conjunto de estos impuestos. Por último, como preludio de la total liberalización de ciertos sectores (energía, telecomunicaciones), cuyos precios todavía están sometidos a autorización administrativa, el Gobierno va a aplicar para ellos la *política del IPC menos X*, es decir, la variación de estos precios será igual a la inflación prevista (2,6%) menos una cifra a determinar en función de los parámetros propios de cada sector. En concreto, el recientemente firmado Protocolo Eléctrico contempla una reducción del precio de la electricidad del 3% en 1997 (1% para el consumo doméstico). Hay que recalcar que el objetivo de esta política no tiene como finalidad única la bajada puntual de la inflación para cumplir con el criterio de Maastricht, sino que es parte de las políticas de liberalización, cuyos resultados se plasmarán previsiblemente en adicionales descensos de precios en los próximos años, tal como ha sucedido en otros países con anterioridad. Se espera que el efecto de estos tres factores mencionados haga bajar la tasa anual de inflación en unas cinco o seis décimas porcentuales a lo largo del primer trimestre, situándola, por tanto,

en torno al objetivo del 2,6% ya en el mes de marzo. Otro factor —éste ya sujeto a mayor incertidumbre— que podría contribuir a reducir más la inflación es la *previsible bajada del precio del petróleo*, una vez superada la escasez de la oferta de los últimos meses y el aumento estacional de la demanda durante el invierno.

La importancia de esta rápida reducción en los primeros meses del año va más allá del hecho puntual de traspasar la barrera del 3%. En primer lugar, se cumpliría el que parecía difícil objetivo de la política monetaria, que el Banco de España estableció en los términos de reducir la inflación por debajo del 3% de forma estable a lo largo de 1997. Ello haría aumentar la *confianza y credibilidad en las instituciones y en el proceso desinflationista*, haciendo más eficaces las medidas de política monetaria en el futuro. En segundo lugar, teniendo en cuenta que en los primeros meses del año toman cuerpo las expectativas inflacionistas de los agentes participantes en la negociación colectiva, los *aumentos salariales* nominales que solicitan los trabajadores pueden moderarse. En este sentido, los preocupantes aumentos (3,8%) contemplados en los pocos convenios negociados en 1996 y que fijan la subida para 1997 no parecen que sean significativos de lo que puede ser la negociación colectiva en el próximo año.

Si ello fuera así, el mantenimiento de la tasa de inflación en torno al 2,5% hasta final de año parece asegurado. Además, no sólo se vería facilitado el objetivo de inflación, sino el conjunto de previsiones macroeconómicas, ya que uno de los riesgos con los que éstas pueden tropezar el próximo año es precisamente el abandono de la moderación salarial que tan buenos resultados en términos de empleo está produciendo en los dos últimos años. Dicha moderación es especialmente importante en el comportamiento de los precios de los servicios. Como puede observarse en el gráfico 4, la correlación entre salarios y precios en este sector es muy elevada, habiéndose distanciado sus tasas de aumento de forma significativa solamente en 1991 y 1992, como consecuencia de los fuertes aumentos de los precios de los seguros y servicios médicos, en el primero de esos dos años, y de la subida del IVA y la depreciación de la peseta, en el segundo. Ello es lógico, si se tiene en cuenta que en este sector los costes salariales tienen un peso considerablemente mayor en el total de costes de producción que en los otros sectores, que los avances de la productividad son más lentos y que, al ser un sector mucho más protegido que los otros a la competencia internacional, los aumentos salariales pueden repercutirse en precios finales sin pérdida de competitividad. Sin duda, el estancamiento en torno al 3,6% de la tasa de variación anual de este componente del IPC

GRÁFICO NÚM. G.4  
INFLACIÓN Y SALARIOS EN EL SECTOR SERVICIOS(\*)  
(Variación anual en porcentaje)



(\*) El dato de 1996 corresponde a las medias de los periodos para los que se dispone de datos.  
Fuente: INE.

desde el mes de mayo último se explica por una evolución similar de los salarios. Por ello, cabe prever que si los aumentos salariales se fijasen en 1997 por debajo del 3%, la inflación de los servicios retomaría su tendencia a la baja situándose también en torno o por debajo del 3%.

Otros factores determinantes de la inflación conducen a pensar que, una vez alcanzado el objetivo del 2,6% a comienzos de la próxima primavera, esta cifra es mantenible en el resto del año. La moderación de los precios a nivel internacional y la estabilidad del tipo de cambio de la peseta hacen prever aumentos de los *precios de importación* del orden del 2%. Este factor influirá positivamente en el mantenimiento de la tendencia que viene registrando la inflación de los bienes industriales no energéticos.

Como consecuencia de la bajada de los tipos de interés, los *costes financieros* de las empresas siguen reduciéndose, lo que les permite moderar los precios de venta de sus productos. Por otro lado, los ratios de rentabilidad de las mismas y las modificaciones fiscales introducidas en el ámbito de las pequeñas empresas van a suponer una menor presión fiscal para ellas, todo lo cual reducirá la necesidad de recurrir a aumentos de precios para mantener sus beneficios.

Por otra parte, no existen en estos momentos, ni las previsiones macroeconómicas contemplan para 1997, presiones inflacionistas por el lado de la *demand*. A finales de 1996 existe todavía un *output gap* considerable, es decir, el nivel de demanda o, lo que es lo mismo, de producción es inferior al teórico o potencial a partir del cual podrían generarse presiones inflacionistas. Dicho *output gap* se irá cerrando

do previsiblemente a lo largo del año conforme el crecimiento de la economía se acelere, pero no llegará todavía a desaparecer. En todo caso, conviene señalar que el impacto sobre los precios del ciclo de la demanda es superior en España al de otros países, lo que deriva de la mayor rigidez de nuestro mercado laboral y también de los mercados de bienes y, sobre todo, de servicios. En estas condiciones, la forma de contener en el futuro la inflación al nivel de los países centrales de la UME sería mantener un perfil de crecimiento económico bajo, lo que, sin duda, no es aceptable para los responsables políticos ni para la sociedad española, teniendo en cuenta la elevada tasa de paro y la baja tasa de actividad existentes en nuestro país. Por ello, se hacen apremiantes las reformas estructurales en dichos mercados, alguna de ellas ya puesta en marcha por el actual Gobierno.

Por último, entre los factores a tener en cuenta en la evolución de la inflación durante el próximo año, está el tono o acento de las políticas macroeconómicas. En cuanto a la *política monetaria*, no cabe prever que la misma cambie su actual actuación restrictiva una vez se consiga bajar la inflación por debajo del 3%. Esto no puede considerarse un objetivo definitivo cuando los países centrales de la UME, con los que España tendrá que competir sin el recurso a la devaluación de la peseta, registran una inflación en torno al 1,5%. La *política fiscal*, por su parte, está orientada a reducir el déficit público al 3% del PIB manteniendo la presión fiscal global y reduciendo en 1,5 puntos porcentuales el peso de los gastos públicos sobre el PIB.

En fin, llegados a este punto y después de sopesar las tendencias observadas y los factores

determinantes que están actuando sobre la inflación española al finalizar el año 1996, algún lector se planteará si dentro de un año bien pudiera la misma estar situada más cerca del 2% que del objetivo

oficial del 2,6%. ¿Por qué no? El Gobierno, responsable de las reformas estructurales, y los Sindicatos, pieza esencial en el proceso de negociación colectiva, tienen la palabra.

## EL PROCESO DE DESINFLACIÓN Y LOS SALARIOS

*Miguel Sebastián*  
*Servicio de Estudios del BBV y*  
*Universidad Complutense de Madrid*  
*Patrocinio Tello*  
*InterMoney*

### I. INTRODUCCIÓN

En el año 1996 se ha producido un espectacular avance en el proceso de reducción de la tasa de inflación española. La tasa de variación de los precios, que se había reducido paulatinamente desde el máximo alcanzado en 1977 (cerca del 30%) se estancó en 1990 en niveles en torno al 5%, mostrando signos de fuerte resistencia en torno a este valor. En el quinquenio 1990-95 la tasa de inflación promedio se situó en 5,42%, con un rango de variación estrecho (del 6,7% al 4,6%), pese a que en esos años se dieron crecimientos muy variopintos del PIB español: desde el 3,7% de 1990 al -1% de 1993. En el año que termina, sin embargo, parece que se ha roto esta rigidez de la inflación española. En marzo de 1996 la tasa interanual se situó por debajo del 4% y es muy posible que termine el año en el 3,2%, superando esta barrera de forma histórica a principios de 1997. Tanto por los requisitos de convergencia del Tratado de Maastricht, que se evaluarán en marzo de 1998, como por las perspectivas de estabilidad nominal de la economía española a más largo plazo, en un contexto de fijación irrevocable de los tipos de cambio, la cuestión clave es si estas ganancias de desinflación tienen visos de permanencia. Buena parte de la respuesta a esta pregunta viene dada, sin duda, por las perspectivas de crecimiento de los salarios.

En los últimos meses se han alzado voces, tanto desde el entorno institucional como de analistas e instituciones privadas que afirman que un crecimiento salarial superior al 3,5% a lo largo de 1997 es incompatible con una tasa de inflación a finales del año nuevo del 2,5%, cifra que casi con seguridad garantizaría el cumplimiento del objetivo de Maastricht y acercaría a la economía española al entorno de los países más estables de Europa. Hablar en términos de incompatibilidad entre magnitudes de estas dos variables nominales supone ignorar que el perfil de ambas viene simultáneamente determinado por el comportamiento del mercado de trabajo. Al menos teóricamente, se puede dar "cualquier" tasa de inflación con "cualquier" tasa de crecimiento

de los salarios siempre que las variables reales, en concreto el empleo, ajusten el residuo abierto entre salario real y productividad del trabajo en un momento del tiempo. Por supuesto y, según los modelos teóricos, cuanto más flexible sea el mercado de trabajo y la economía funcione de forma más aproximada a la del modelo neoclásico, mayor interdependencia habrá entre las variables nominales y menor la habrá entre éstas y las variables reales, que se formarán un bloque relativamente separado de las magnitudes nominales, lo que se conoce como "dicotomía clásica".

Además de esta interdependencia estática entre precios, salarios nominales, producción y empleo, en el mundo real habrá unas relaciones dinámicas, que reflejen la inercia de las variables reales y nominales que quizás pongan en cuestión la regla "uno a uno" entre variación de salarios e inflación.

En este artículo repasamos, desde un punto de vista estrictamente descriptivo, la relación entre estas variables nominales y las del mercado de trabajo. Lo hacemos primero para la economía española, tanto desde una perspectiva agregada como de los principales sectores: agricultura, industria, construcción y servicios. Finalmente, presentamos la evidencia empírica para los principales países europeos y EE.UU.

### 2. La experiencia española: una visión general

La evolución de los precios y de los salarios en España durante los últimos veinte años pone de manifiesto que el proceso desinflationista no ha exigido que los salarios crezcan a la misma tasa que los precios año a año. En el gráfico núm. 1 se recogen las tasas de variación interanuales anuales desde 1977 de los precios (se ha utilizado el IPC general) y de los salarios nominales (aproximados por las ganancias medias totales por persona y mes de la Encuesta de Salarios que elabora el INE). Se han utilizado datos trimestrales en todo el análisis, aunque las tasas son interanuales. Un punto en el

GRÁFICO NÚM. 1  
LA DESINFLACIÓN EN ESPAÑA (I)

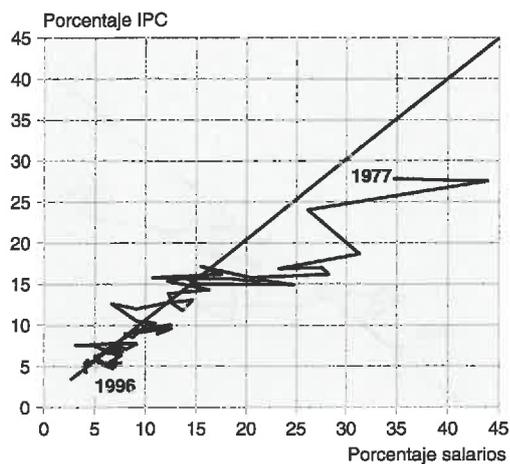
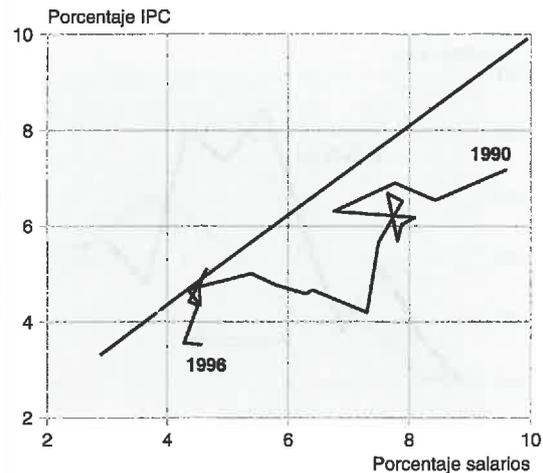


gráfico núm. 1 sobre la línea de 45° indica que los precios y los salarios han crecido en ese período a la misma tasa. Análogamente, un punto por debajo de dicha línea señala que los salarios han crecido más que los precios, y viceversa. Así, en el gráfico núm. 1 se observa claramente que durante los últimos años de la década de los setenta y todos los ochenta el proceso desinflationista tuvo lugar con un crecimiento de los salarios permanentemente superior al de los precios. Este proceso de desinflación con resistencia del salario real se ha repetido en los años noventa (véase gráfico núm. 2): la corrección de la inflación se ha llevado a cabo con incrementos de los salarios superiores al de los precios. Este comportamiento al alza del salario real ha sido uno de los factores explicativos del proceso de destrucción de empleo, que permitió que las ganancias de productividad compensaran el aumento del coste laboral real. Desde 1976 a 1985 el empleo se redujo de forma permanente. En 1985 se reinició el proceso de creación de empleo, aunque la recesión de 1993 se tradujo en una fuerte destrucción de puestos de trabajo, con el consiguiente aumento de la productividad. En 1994 y 1995 se produce una relativa moderación salarial: el salario real se mantuvo prácticamente constante (en el gráfico núm. 2 las observaciones se sitúan sobre la línea de 45°), y la destrucción de empleo de esos años se debe explicar más bien por motivos cíclicos.

Como se ha señalado en la Introducción, la preocupación actual es que la tasa de crecimiento de los salarios sea incompatible con las expectativas de situar la inflación en el 2,5% a medio plazo. Así, en la primera mitad de 1996 los salarios han comenzado a acelerarse (las ganancias medias totales crecieron un 4,4% anual en la primera parte de 1996, registrando crecimientos superiores al previs-

GRÁFICO NÚM. 2  
LA DESINFLACIÓN EN ESPAÑA (II)



to para la inflación este año (3,5% en media). Del mismo modo, para 1997 se prevé un crecimiento salarial en torno al 3-3,5%. ¿Es este escenario salarial compatible con una tasa de inflación en el 2,5%? Para responder a esta pregunta, y dado que la observación período a período de las tasas de crecimiento de ambas magnitudes nominales no parece indicar que la "regla uno a uno" se cumpla, necesitamos analizar conjuntamente el perfil de los salarios reales y la productividad.

En el gráfico núm. 3, se observa que, mientras en el periodo comprendido entre 1985 y 1991 los salarios reales se situaron por encima de la productividad aparente, a partir de 1992 los salarios reales en niveles han evolucionado por debajo, ampliando la brecha que los separa de la productividad. A pesar de que la productividad va a crecer en 1996 y en

GRÁFICO NÚM. 3  
PRODUCTIVIDAD Y SALARIO REAL

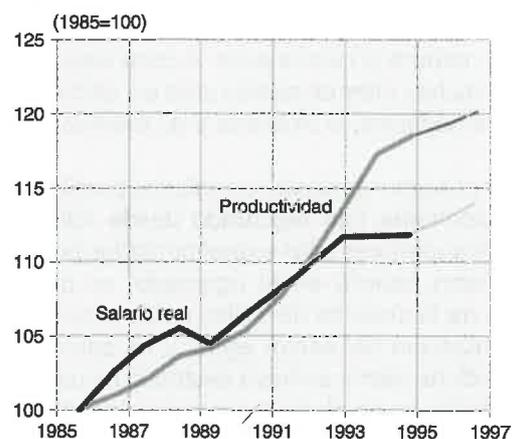
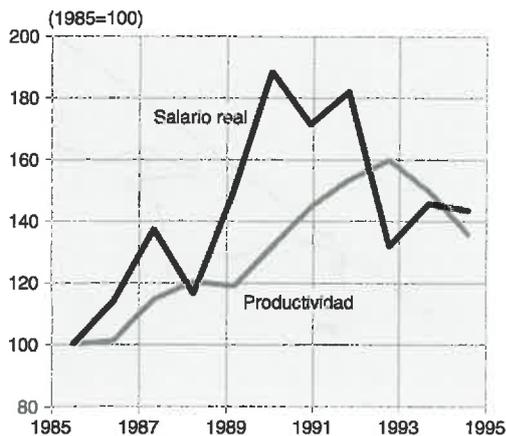


GRÁFICO NÚM. 4  
PRODUCTIVIDAD Y SALARIO REAL EN EL  
SECTOR AGRÍCOLA



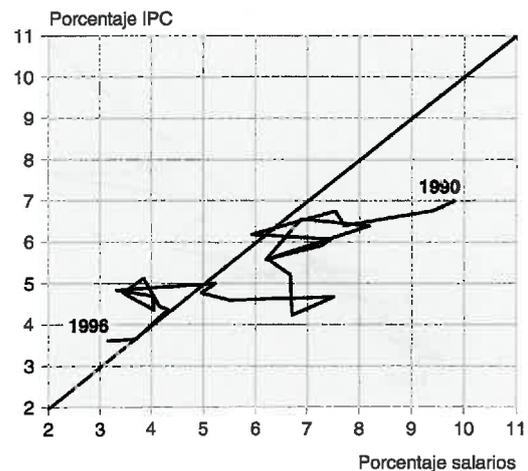
1997 a tasas inferiores al crecimiento previsto para el salario real, la brecha entre la productividad y el salario real, ambos en promedio anual y tomando como período base el año 1985, podría seguir siendo importante. Esperamos que en 1996 los salarios medidos por las ganancias medias totales crezcan un 4,7%, por encima de los precios (3,6% en media), con lo que la brecha se cerrará a no ser que la productividad crezca al menos un 1%. Pero ello supondría, en caso de que el PIB aumente un 2,8%, que el crecimiento del empleo se debería situar por debajo del 1,8%. En qué medida se traslada la productividad, esta brecha y los salarios nominales a precios es algo objeto de estudio adicional. A continuación repasamos la evidencia empírica anterior a los diferentes sectores de la economía española.

### 3. La experiencia española: una visión sectorial

Las significativas diferencias que existen entre los distintos sectores productivos se traducen en que el proceso desinflationista no desarrolle de la misma manera en todos ellos. A continuación analizamos dichas interrelaciones para los sectores agrícola, de servicios, la industria y la construcción.

En el sector *agrícola*, los salarios percibidos por los agricultores han registrado desde 1985 crecimientos superiores a los experimentados por el IPC, tal y como ocurría en el agregado, es decir, por debajo de la línea de 45°. Ello, unido al proceso de modernización del sector agrario, ha contribuido a que en dicho sector se haya destruido un número no desdeñable de empleos durante la última década (a una tasa media de 5,2% anual a lo largo del período 1985-1995). El crecimiento de los salarios reales

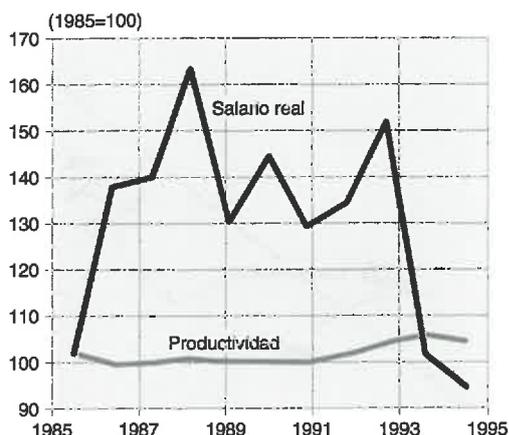
GRÁFICO NÚM. 5  
LA DESINFLACIÓN EN EL SECTOR SERVICIOS



desde 1985 fue muy superior al de la productividad hasta 1993, con el consiguiente deterioro del empleo en el proceso de desinflación. A pesar de esta destrucción de empleo y, al contrario de lo que ocurre en el conjunto de la economía, en los últimos años se han producido importantes pérdidas de productividad. Además, en la primera mitad de 1996 los salarios agrarios se han moderado, hasta registrar crecimientos similares al de los precios (3,8% y 3,6% anual, respectivamente). Ello podría ser indicativo de que, una mayor liberalización se ha traducido en un mejor funcionamiento del mercado de trabajo sectorial, asociándose más los movimientos de los salarios nominales a los precios. La reducción del diferencial entre salarios e inflación parece continuar en próximos meses (en el segundo trimestre de 1996 ya se han situado por debajo) evitando el rebrote de tensiones inflacionistas en el sector.

En cuanto al sector *servicios*, al estar más cerrado a la competencia exterior, a la evolución de los salarios se le ha asignado habitualmente un papel crucial en la determinación de los precios de consumo. En efecto, y a diferencia de lo acontecido en otros sectores, el proceso desinflationista se ha producido sin que los salarios hayan seguido el patrón fijo de situarse sistemáticamente "por debajo de la línea de 45°". En algunos periodos los salarios han crecido por encima de los precios (mediados de los ochenta y comienzos de los noventa) y en otros por debajo (finales de los ochenta y mediados de los noventa). En los años más recientes (1994-1995), la corrección de la inflación se ha producido con un crecimiento de los salarios algo inferior al de los precios (véase gráfico núm. 5). Los salarios reales en niveles se habían situado muy por encima de la productividad aparente del trabajo durante los años 1985-1993. Desde entonces, la brecha entre la pro-

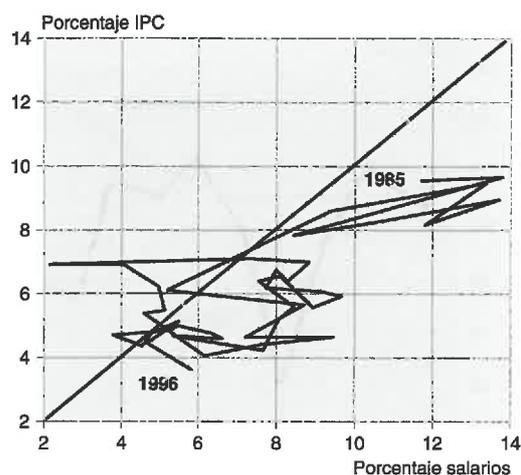
GRÁFICO NÚM. 6  
PRODUCTIVIDAD Y SALARIO REAL EN EL  
SECTOR SERVICIOS



ductividad aparente del trabajo y el salario real, ambos en niveles y en promedios anuales, se ha ido estrechando, tornándose positiva en 1995 (véase gráfico núm. 6) por el ajuste de las ganancias reales. De hecho, la productividad apenas ha aumentado un 2% acumulado en el conjunto de la década. Esta mayor rigidez de la productividad apunta a que la moderación salarial en este sector parece un factor explicativo determinante del proceso de desinflación y que, dada la resistencia a aumentos de productividad, crecimientos de los salarios nominales superiores a los de los precios supondrán un freno a las expectativas de desinflación. La moderación salarial del bienio 1994–95 se ha extendido a la primera mitad de 1996. Sin embargo, el diferencial entre variación de precios y de salarios se ha estrechado considerablemente: los salarios han crecido en 1996 un 3,4% anual, mientras que la inflación lo ha hecho un 3,6%. Para que tengan lugar ganancias adicionales en el proceso de reducción de la inflación se necesita una mayor moderación salarial en términos nominales.

En cuanto al sector *industrial* excluyendo la construcción, salvo los últimos trimestres de 1994 y el conjunto de 1995, el proceso desinflacionista de la última década se ha producido, como en el resto de los sectores, con un crecimiento de los salarios superior al de los precios (véase gráfico núm. 7). Ello explica, en parte, la fuerte destrucción de empleo que se produjo en el sector industrial (un -4,5% en media anual durante los años 1993–1994) y las consiguientes ganancias de productividad, que en promedio anual y en niveles, viene situándose por encima del salario real desde 1992, ampliando progresivamente la brecha que los separa. En el conjunto de la década la productividad acumulada ha crecido casi un 40%, frente al exiguo 2% del sector

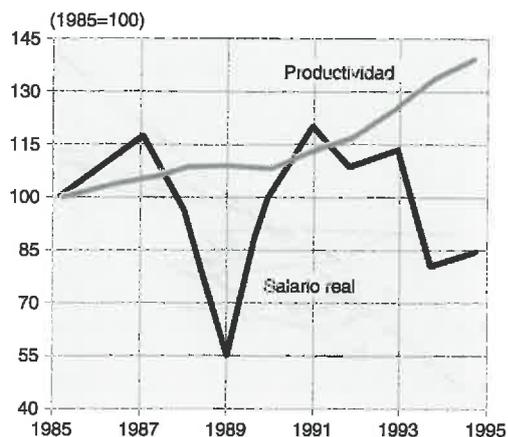
GRÁFICO NÚM. 7  
LA DESINFLACIÓN EN EL SECTOR INDUSTRIAL



servicios. Por ello, en este sector, pueden observarse aumentos puntuales de los salarios industriales superiores a los de los precios sin que ello suponga necesariamente un freno a la continuidad del proceso desinflacionista. Así, en la primera parte de 1996, los salarios en este sector se han acelerado hasta el 5,8% anual, muy por encima del crecimiento medio de la inflación en dicho periodo (3,6% anual). Este aumento se ha producido a pesar de que se están produciendo pérdidas de productividad en el sector. Ello no tiene porque generar tensiones inflacionistas, siempre que el proceso no se haga permanente o tengan lugar aumentos de la productividad, vía destrucción de empleo, lo que parece ha ocurrido en otros momentos de la historia reciente. Al ser éste un sector más abierto a la competencia exterior, la rigidez a la baja en la tasa de variación de los salarios nominales en el proceso de desinflación (y los consiguientes aumentos de salario real) se traducen en importantes ganancias de productividad, que se consiguen fundamentalmente por destrucción del nivel de empleo. Esta mayor dependencia de los precios industriales con respecto al entorno internacional hace que no sea tan determinante la moderación salarial para garantizar reducciones de la inflación. En ausencia de moderación salarial los ajustes se llevan a cabo vía variables reales, fundamentalmente empleo.

Finalmente, en el sector de la *construcción*, al igual que en el de los servicios, pueden distinguirse dos etapas claras en el desarrollo del proceso inflacionista: la primera abarca la segunda mitad de los años ochenta y los años más recientes (1994 y 1995), en la que los salarios en la construcción crecieron por debajo de los precios y la segunda, los primeros años noventa y la primera parte de 1996, donde los incrementos salariales superaron a la

**GRÁFICO NÚM. 8  
PRODUCTIVIDAD Y SALARIO REAL EN EL  
SECTOR INDUSTRIAL**



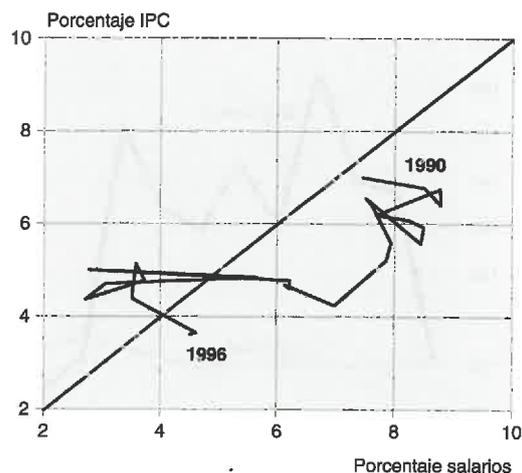
inflación (véase gráfico núm. 9). En cuanto a los salarios reales y la productividad, ésta se mantuvo prácticamente estable desde 1985 a 1992. Sin embargo, y en parte consecuencia de la recesión, pero también del crecimiento del salario real, a lo largo del periodo 1992-1994, en el sector de la construcción se destruyó empleo a una tasa media de -5,9% anual, lo que permitió ganancias importantes en productividad. La relativa rigidez de ésta hace que, aunque puntualmente los salarios puedan crecer por encima sin que ello suponga tensiones inflacionistas, la moderación de la inflación aconseja reducciones en la tasa de crecimiento de los salarios nominales. En la primera mitad de 1996 los salarios han crecido un 4,6%, frente al crecimiento del 3,6% de la inflación, situación que no vislumbramos como compatible con un proceso de reducción de los precios sin mayores destrucciones de empleo.

La evolución en los distintos sectores productivos de las variables que determinan en que medida se transmiten los aumentos de salarios a precios permiten concluir que mientras en el sector industrial y, parcialmente en el agrícola podrían observarse puntualmente crecimientos de los salarios superiores al de precios sin que ello supusiera necesariamente un deterioro de las expectativas inflacionistas, no sucede lo mismo en el sector servicios y en la construcción, donde la moderación salarial parece más importante.

#### 4. La experiencia internacional

Al utilizar la misma metodología para analizar cómo se ha desarrollado el proceso desinflationista en un número representativo de países industrializados se obtiene que, mientras en los principales

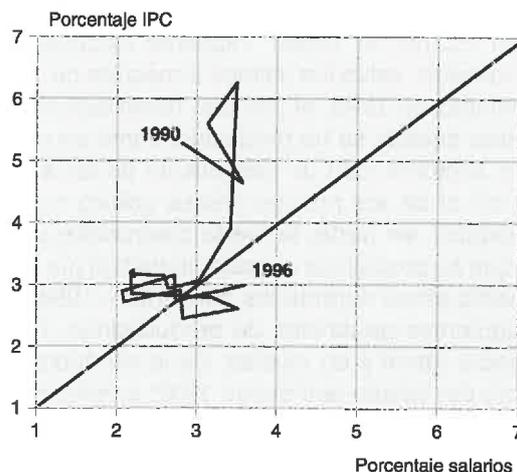
**GRÁFICO NÚM. 9  
LA DESINFLACIÓN EN EL SECTOR  
DE LA CONSTRUCCIÓN**



países europeos el proceso ha tenido lugar de forma similar a España, en EE.UU. se ha producido de forma diferente.

Tanto en Francia, como en Alemania y en Reino Unido, desde la segunda mitad de los años ochenta la corrección de la inflación se ha producido con un crecimiento de los salarios superiores al de los precios. La resistencia a la baja de los salarios reales se ha mantenido a lo largo de los noventa, salvo en Francia en momentos puntuales. Ello ha contribuido a que se acentúe el proceso de destrucción de empleo (especialmente intenso en Alemania) que siguió a la recesión económica de los años noventa. Sin embargo, los riesgos a que este comportamiento de los salarios se manifieste en tensiones inflacionistas no es el mismo en todos los países. Si comparamos la evolución del salario real y de la produc-

**GRÁFICO NÚM. 10  
LA DESINFLACIÓN EN EE.UU.**



tividad aparente del trabajo en niveles, tanto en Alemania como en Reino Unido, el salario se ha situado permanentemente por encima de la productividad, por lo que si no se invierte esta tendencia acabarán generándose tensiones inflacionistas. Sin embargo, en Francia, la productividad aparente se ha situado por encima de los salarios reales ampliándose la brecha los separa. Esta ampliación permite que puntualmente puedan observarse aumentos de salarios reales superiores a los de los precios sin que ello suponga un deterioro de las tensiones inflacionistas.

Italia tiene que considerarse aisladamente. En el proceso desinflationista a lo largo de los cuales podemos distinguir dos etapas: i) la primera, comprende el final de los años ochenta, y el periodo más reciente: 1992-1995. Durante estos años la corrección de la inflación tuvo lugar con crecimientos de los salarios inferiores a los de los precios; ii) la segunda abarca el comienzo de los años noventa, en los que el proceso desinflationista se produjo con un crecimiento de los salarios muy superior al de los precios. En la primera mitad de 1996, los salarios continúan creciendo por debajo de los precios. Si tenemos en cuenta que este patrón de comportamiento está coincidiendo con ganancias importantes en productividad no cabe esperar tensiones inflacionistas por el lado de los salarios en Italia. En esta dirección apunta también la evolución de los salarios reales y de la productividad aparente del trabajo ambos en niveles desde 1985. Durante todo el periodo, la productividad se ha situado permanentemente por encima de los de los salarios reales. La brecha se ha ampliado significativamente desde 1993, permitiendo, por tanto, que los salarios registren incrementos superiores a los de los precios sin que ello impliquen tensiones inflacionistas.

En EE.UU., salvo momentos puntuales, la corrección de la inflación se ha producido con incrementos de los salarios inferiores a los crecimientos de los precios. Ello ha permitido que el proceso de destrucción de empleo que afectó a Europa a co-

mienzos de los noventa no haya tenido lugar en EE.UU. La contención de los salarios coincidió en 1994 y 1995 con crecimientos muy moderados de la productividad. A pesar de ello, y pese a la estrecha relación entre las magnitudes nominales no cabe esperar tensiones inflacionistas especiales ya que, desde 1985, la productividad en niveles se ha situado por encima del nivel de los salarios reales y la brecha que los separa se mantiene muy elevada.

## 5. Conclusiones

La flexibilidad del mercado de trabajo en EE.UU. frente a la rigidez de los mercados europeos explica la diferente forma en que se ha desarrollado el proceso desinflationista en cada uno de ellos. En EE.UU. la corrección de los precios ha ido acompañado de crecimientos inferiores o iguales a los de los salarios, mientras en Europa han registrado crecimientos superiores.

En el caso europeo estos aumentos de salarios no tienen por qué suponer necesariamente un freno en el proceso desinflationista. La evolución de la productividad (o si se prefiere, del empleo) y de los salarios reales es determinante en el proceso de contención de los precios.

En España, el sector industrial y quizás parcialmente el agrícola, permiten reducciones adicionales de la tasa de inflación compatibles con un crecimiento superior de los salarios, aunque con la consiguiente destrucción de empleo. En los sectores de servicios y en la construcción la relación entre precios y salarios parece más estrecha.

En el resto de Europa, mientras en Francia e Italia el comportamiento de ambas variables va a permitir que se observen puntualmente crecimientos de los salarios superiores al de los precios sin que ello suponga un deterioro de las expectativas inflacionistas, no sucede lo mismo en Alemania y Reino Unido.

## ¿ES ALCANZABLE EL OBJETIVO DE INFLACIÓN QUE MAASTRICHT ESTABLECE?

José L. Raymond

La consecución por parte de la economía española del objetivo de inflación que Maastricht establece, en concreto, que la tasa promedio anual en 1997 no exceda en 1,5 puntos porcentuales a los tres países de la Unión Europea con menor inflación, constituye un objetivo difícil de cumplir que requiere la potenciación activa de medidas tendentes a la contención del alza de los precios. La razón de la dificultad del objetivo no proviene de que España no haya logrado avances en la moderación del crecimiento de los precios, sino, por contra, es una consecuencia de los notables progresos conseguidos por los tres países más estables de la Unión Europea. Los cálculos efectuados muestran que si España no intensifica la lucha contra la inflación, y a pesar de ser ésta moderada, la probabilidad de que en diciembre de 1997 la tasa promedio de inflación española no exceda en 1,5 puntos la inflación promedio de los tres países más estables, es reducida.

En la exposición siguiente, en primer lugar, se analiza a través de gráficos la evolución de los precios españoles desde diciembre de 1985 hasta la actualidad, filtrando las series para eliminar componentes erráticos y poder apreciar de esta forma cuál ha sido la evolución subyacente de las variables. Se comprueba que, en efecto, a partir de 1991 la inflación tiende a moderarse. No obstante, esta moderación no ha sido suficiente. Así, en segundo lugar, se analiza la evolución del diferencial de inflación española con respecto a los tres países de menor inflación. En este caso los avances han sido extremadamente lentos, y discurren a un ritmo insuficiente para alcanzar a los mejores. Por otro lado, se comprueba que, cada mes que pasa, y si en el mes en cuestión no se logra una muy sustancial mejora, se *pierde* un mes en términos de la posibilidad de alcanzar el ajuste requerido en diciembre de 1997, de forma que se reduce la *probabilidad* de cumplimiento del objetivo de inflación fijado por Maastricht. Unas breves consideraciones finales cierran la exposición.

### I. El comportamiento de los precios españoles en perspectiva histórica

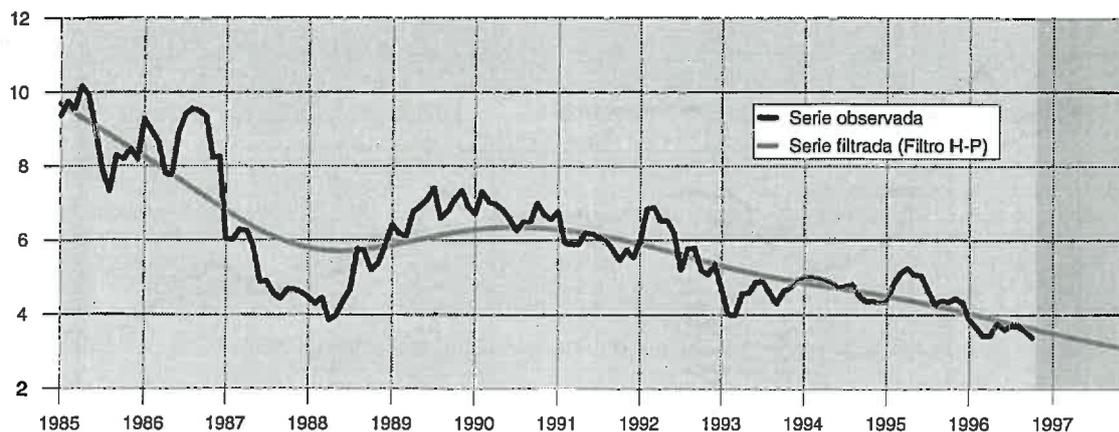
Al examinar el comportamiento inflacionista de

la economía española en un horizonte temporal relativamente dilatado, se comprueba que a partir de 1991 ha operado un proceso de desaceleración del crecimiento de los precios. No obstante, esta desaceleración no ha sido suficiente, sobre todo, teniendo en cuenta el comportamiento de esta variable en los países estables de la Unión Europea.

Con respecto a los índices de precios considerados, la exposición que sigue se centra en el Índice General de Precios al Consumo y, con objeto de eliminar aquellos componentes de esta variable más sujetos a erraticidad o a los caprichos de la climatología, en la evolución de la Inflación Subyacente según la definición que el Instituto Nacional de Estadística ofrece de la variable. En efecto, la Inflación Subyacente se computa considerando únicamente los alimentos elaborados, los bienes industriales excluidos los productos energéticos, carburantes y combustibles y la totalidad de servicios. Los elementos que esta definición de la variable excluye son pues aquellos sometidos a mayor variabilidad derivada de la climatología o los precios de productos que dependen de decisiones administrativas. Esta definición de la inflación pretende pues aproximar las tendencias a más largo plazo de la variable (ésta es la razón del calificativo de Inflación Subyacente) y se interpreta que, en ocasiones, puede ser más representativa de las verdaderas tensiones inflacionistas.

Por otro lado, tanto por lo que respecta a la evolución del IPC como de la Inflación Subyacente, cabe proceder al *filtrado* de la serie. En concreto, el filtro que en este trabajo se ha empleado es el de Hodrick-Prescott, procedimiento estadístico ampliamente utilizado con la misma finalidad de eliminar componentes erráticos de las variables y aproximar evoluciones tendenciales o a largo plazo. El procedimiento es en cierta forma equivalente al cálculo de una media móvil de la variable, y los resultados que del mismo se desprenden dependen de la elección un tanto arbitraria de un parámetro conocido con el nombre de *parámetro de aplanamiento*. En este trabajo, y dado que se trata de datos mensuales, el valor elegido para este parámetro de aplanamiento es de 14.400, que es la magnitud que la literatura generalmente sugiere.

GRÁFICO NÚM. 1  
 ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO (IPC general)  
 (Variación interanual)



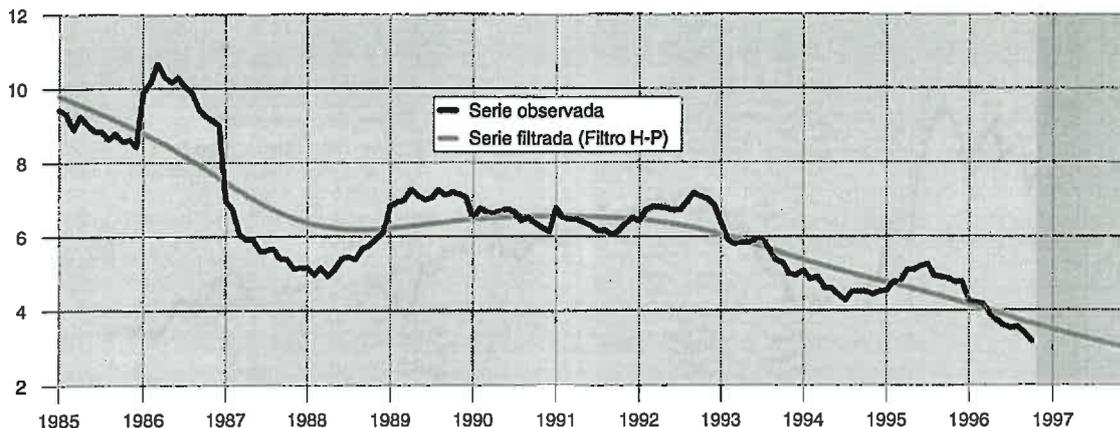
El gráfico núm. 1 muestra la evolución del crecimiento interanual del IPC desde enero de 1985 hasta octubre de 1996. La línea de trazo continuo representa la tasa interanual observada de crecimiento, y la línea de trazo discontinuo muestra la serie filtrada según el mencionado filtro de Hodrick- Prescott. Entendemos que visualmente la serie filtrada ofrece mayor información acerca de las tendencias a largo plazo, y éstas son expresivas de una fase de intensa desaceleración inflacionista que concluye a mediados de 1988, una fase de aceleración inflacionista que se prolonga desde mediados de 1988 hasta finales de 1990, y a partir de esta fecha y hasta la actualidad, se inicia una nueva etapa de suave contención de la inflación. En octubre de 1996 el crecimiento interanual observado del IPC estaba situado en el 3,5 por 100, mientras que para la serie filtrada el correspondiente valor se hallaba en el 3,6 por 100.

A partir de esta información, y sin tener en cuenta otros elementos adicionales al mero comportamiento histórico de la serie, resultaría muy arriesgado, y probablemente estéril, establecer una predicción de inflación hasta diciembre de 1997, fecha en que la economía española deberá superar el examen de estabilidad para acceder a la primera fase de la unión monetaria europea. Cabe, sin embargo, y a modo de simple ejercicio, extrapolar hasta esta fecha la evolución de la serie filtrada, aplicando el mismo porcentaje de reducción que el observado para los meses transcurridos de 1996. Dado que en enero de 1996 el valor de la inflación filtrada era de 4,0 por 100 y que en octubre de 1996 esta variable se sitúa en el 3,6 por 100, manteniendo el mismo ritmo se alcanza un valor de 3,1 por 100 en diciembre de 1997. Por otro lado, el objetivo de inflación que se establece en los Presupuestos Generales se cifra en esta fecha en el 2,6 por 100. La diferencia

de 0,5 puntos porcentuales entre el objetivo de inflación y la mera extrapolación de la serie filtrada en cierta forma muestra el esfuerzo que es preciso realizar en términos de contención inflacionista. En definitiva, y éste es el principal mensaje que el gráfico núm. 1 transmite, alcanzar el objetivo de inflación en 1997 exige un reforzamiento de la política de estabilidad y un mantenimiento de la moderación salarial. Desde esta perspectiva, es conveniente que la ansiada recuperación de la actividad económica, progresivamente dilatada en el tiempo, no desate nuevas tensiones inflacionistas y comprometa el objetivo de contención del crecimiento de los precios.

Por otro lado, el gráfico núm. 2 muestra para este mismo periodo de tiempo la evolución de la inflación subyacente. A grandes rasgos, la información histórica que este gráfico transmite es similar a la que se deriva del gráfico precedente. En particular, destaca la fase de rápida contención inflacionista que discurre desde 1985 hasta mediados de 1988, la fase de aceleración inflacionista que opera desde esta fecha hasta finales de 1990, y el nuevo descenso inflacionista que se consolida a partir de finales de 1992. Por lo que respecta a los datos más recientes, la inflación subyacente se reduce del 4,8 por 100 en diciembre de 1995 al 3,2 por 100 en octubre de 1996, lo que equivale a un descenso de 1,6 puntos porcentuales. Empero, considerando la serie filtrada el descenso es más limitado, y se cifra en sólo 0,5 puntos porcentuales, dado que pasa de un 4,2 por 100 en diciembre de 1995 a un 3,7 por 100 en octubre de 1996. Al igual que en el cálculo precedente, manteniendo la tendencia y extrapolando hasta diciembre de 1997 se alcanza en esta fecha un valor de la inflación subyacente filtrada del 3,0 por 100. Como previamente se ha subrayado, esta magni-

GRÁFICO NÚM. 2  
INFLACIÓN SUBYACENTE  
(Variación interanual)



tud no pretende ser una predicción. nicamente se trata de mostrar la evolución de la variable eliminando a través de un sencillo procedimiento estadístico aquellos factores que podrían interpretarse como accidentales.

En resumen, el examen del comportamiento inflacionista de la economía española desde una perspectiva histórica muestra una clara tendencia hacia su contención. No obstante, Europa se ha consolidado como una zona de estabilidad, y los progresos realizados por los países más estables de nuestro entorno, tal como el siguiente apartado documenta, resultan más acentuados que los experimentados por la economía española. Desde esta perspectiva es conveniente un reforzamiento de la lucha antiinflacionista si se desea evitar que el diferencial en el comportamiento de esta variable constituya un impedimento a la integración plena de España en la Unión Europea.

## II. El diferencial de inflación de la economía española y la probabilidad de cumplimiento del objetivo de Maastricht

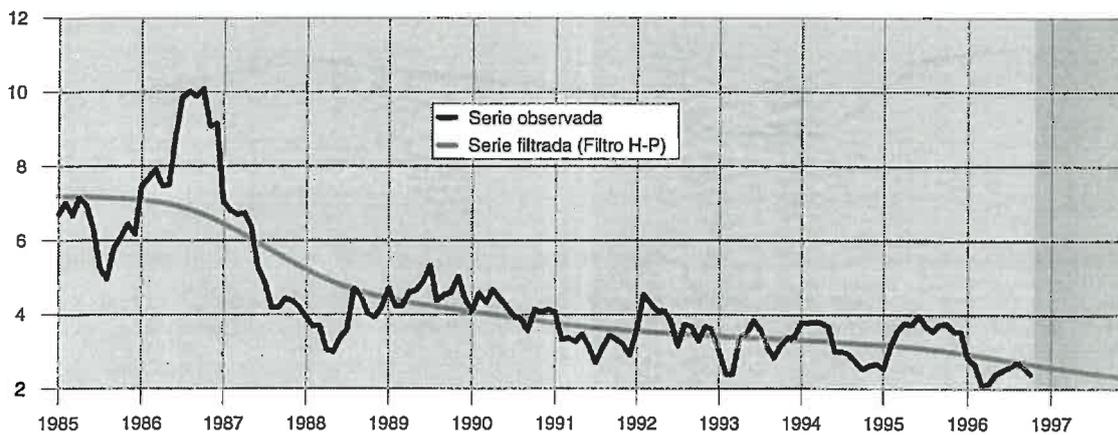
Como ya se ha señalado, el objetivo de inflación establece que el crecimiento de los precios en media anual no puede exceder en diciembre de 1997 en 1,5 puntos porcentuales al valor registrado por esta variable en los tres países más estables de la comunidad. En octubre de 1996 la tasa interanual de España se hallaba situada en el 3,5 por 100, la tasa interanual de la Unión Europea en el 2,5 por 100, pero los tres países más estables eran Suecia, con un crecimiento del 0,3 por 100, Finlandia, con una inflación del 1,3 por 100 y Alemania, cuya inflación era del 1,4 por 100. Al establecer la media de

los tres países más estables se obtiene un valor del 1 por 100, de forma que España se desvía de este promedio en 2,5 puntos porcentuales, superando la cota del 1,5.

¿Es alcanzable este objetivo de inflación que Maastricht establece? Hallar una adecuada respuesta a esta pregunta resulta un tanto complejo, dado que no se trata de fijar un tope máximo de inflación para nuestra economía, sino que el éxito o el fracaso de la política española de control inflacionista dependerá del comportamiento de esta variable en los países estables de la Unión. Sin entrar a discutir la lógica de esta definición, el objeto de este apartado es mostrar la evidencia empírica acerca de las posibilidades de éxito o fracaso de la economía española en esta empresa. Al respecto, en primer lugar se muestra la evolución histórica del diferencial de inflación de la economía española con relación a los tres países más estables de la Unión, países que no son siempre los mismos dado que en un horizonte temporal dilatado el grado de estabilidad relativa de los países ha variado. A continuación, se presenta un sencillo esquema interpretativo del diferencial de inflación en términos de la probabilidad estimada que la economía española tiene de superar el examen de estabilidad evaluada para distintos meses de 1996 con objeto de apreciar la evolución temporal de esta probabilidad.

Con relación al primer punto, el gráfico núm. 3 muestra también desde 1985 la evolución temporal del diferencial de inflación española con respecto a los tres países más estables. Como en el apartado precedente, la línea de trazo discontinuo, y con objeto de eliminar erradicidad, refleja la serie ajustada empleando el filtro de Hodrick-Prescott. A partir de este gráfico, se comprueba una fase de intensa reducción de infla-

GRÁFICO NÚM. 3  
DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DE ESPAÑA RESPECTO A LOS 3 MEJORES PAÍSES DE LA UE



ción diferencial, que incluye los años 1986 a 1988, y a partir de esta fecha la economía española avanza reduciendo distancias, si bien con un ritmo muy lento, excesivamente lento para cumplir los objetivos de estabilidad. Empleando la serie filtrada, y prolongando para 1997 los meses transcurridos de 1996, el diferencial de inflación sólo se reduce 0,3 puntos porcentuales en catorce meses. Por otro lado, cuando el análisis se realiza en términos de medias móviles de doce meses para establecer una comparación acorde con los acuerdos de Maastricht, la comparación resulta todavía más desfavorable, dado que la mayor inflación de los primeros meses del año 1997 perjudica el objetivo de convergencia evaluado en términos de media anual.

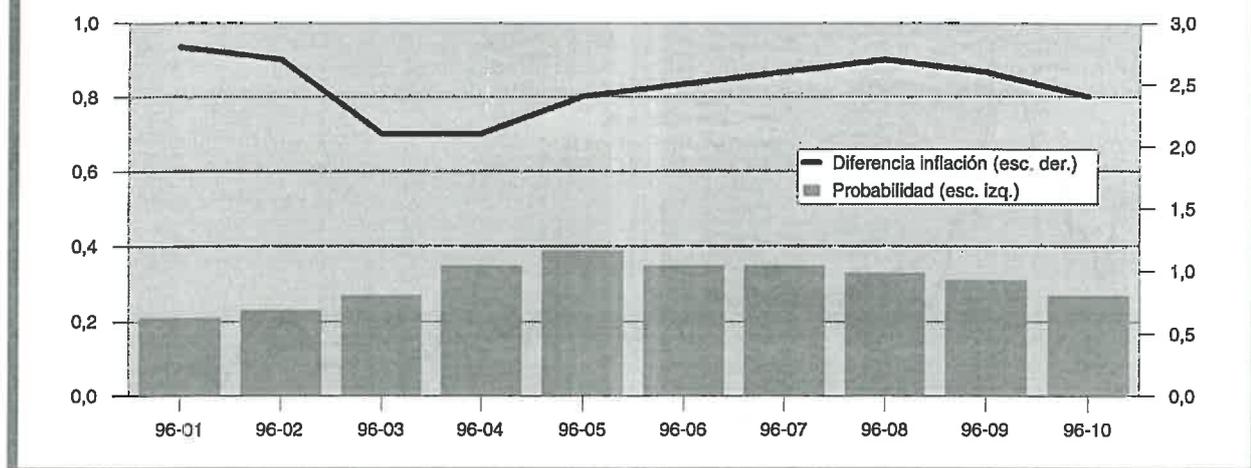
Una forma complementaria de presentar los datos es responder a la pregunta siguiente: Suponiendo que la inflación diferencial evolucione en el futuro siguiendo pautas similares a las precedentes, y teniendo en cuenta que la variable está sometida a una aleatoriedad intrínseca subproducto de la multitud de factores que condicionan su evolución, situados en una determinada fecha, y atendiendo a la información disponible hasta tal fecha, evaluar cuál es la probabilidad de cumplimiento por España del objetivo de inflación en diciembre de 1997.

Una breve descripción de la metodología seguida aparece en el anexo, mientras que los resultados de la estimación se detallan en el gráfico núm. 4. En este gráfico, las barras evalúan probabilidades, mientras que la línea de trazo continuo muestra la inflación diferencial en cada periodo. Así, situados en enero de 1996, la inflación diferencial española medida en tasa interanual con respecto a los tres países más estables de la Unión Europea era de 2,8 puntos porcentuales, y atendiendo a esta información y a la información pasada de la propia variable,

la probabilidad evaluada de cumplimiento del objetivo de inflación en diciembre de 1997, respetando la definición de Maastricht, se cuantificaba en el 21 por 100. Repitiendo la operación para los meses siguientes de febrero, marzo y abril, se comprueba que la inflación diferencial se va reduciendo, lo que provoca un paulatino aumento de la probabilidad de cumplimiento del objetivo de inflación. Ésta alcanza valores máximos y situados entre el 35 y 39 por 100 en los meses de abril y mayo de 1996. A partir de esta fecha, empero, entre otros factores, el éxito de los países más estables, provoca un aumento del diferencial de inflación y la probabilidad de cumplimiento del objetivo se va reduciendo hasta alcanzar el 27 por 100 en octubre de 1996. Por otro lado, la reducción de la probabilidad de cumplimiento del objetivo de inflación también refleja el hecho de que a medida que los meses transcurren, queda menos tiempo para acortar distancias.

El gráfico núm. 4 no tiene más valor que el orientativo. Una evaluación precisa de probabilidades debería utilizar más información que el propio comportamiento pasado de la variable. Así, por ejemplo, cabe la posibilidad de que a medida que se acerca la fecha del examen, el Gobierno utilice ciertos precios administrados con objeto de frenar la inflación o que la política monetaria se vuelva más restrictiva. En el lado contrario, la llegada de la esperada recuperación podría tener efectos contrarios sobre la estabilidad de precios. En la evaluación de estas probabilidades, los factores mencionados no han sido considerados de forma explícita, sino únicamente de forma implícita, en la medida que han afectado a la tendencia y variabilidad pasada del diferencial de inflación. No sería oportuno, en consecuencia, concluir que esta evaluación de probabilidades indica que el objetivo de inflación no se va a cumplir. Esta evaluación de probabilidades

GRÁFICO NÚM. 4  
DIFERENCIAL DE INFLACIÓN Y PROBABILIDAD DE CUMPLIMIENTO DEL OBJETIVO DE INFLACIÓN



únicamente muestra la dificultad en alcanzar tal objetivo y subraya la necesidad de mantener la lucha contra la inflación. Se trata, en definitiva, de una meta difícil de cumplir, pero no imposible, si se instrumentan los medios adecuados. En otro caso, no obstante, es improbable el cumplimiento de este criterio de inflación.

### III. Consideraciones finales

La finalidad básica de este trabajo es mostrar el grado de dificultad que la economía española tiene en alcanzar los objetivos de inflación que los acuerdos de Maastricht establecen. El hecho de que se trate de una cota de inflación variable, en el sentido de que ésta no puede exceder, en términos de media anual referida a 1997, en más de 1,5 puntos porcentuales la media de inflación de los países más estables de la comunidad, plantea dificultades debido a los éxitos logrados por los países más estables. Pero dificultad no implica imposibilidad, tal como el análisis estadístico efectuado ha tratado de mostrar. En cualquier caso, es preciso ser conscientes de que a medida que España se aproxima a la fecha del "examen", diciembre de 1997, aumentan los problemas para corregir "excesos". En particular, el hecho de que la tasa de inflación de 1997 se compute en términos de media anual, incrementa estos problemas y obliga a que los precios deban mostrar un buen comportamiento desde el primer día del año del "examen".

¿Por qué es importante que España cumpla el objetivo de inflación? Entendemos que pueden aducirse dos tipos de razones. Por un lado, la estabilidad macroeconómica tiende a considerarse como una condición necesaria para la convergencia real. En concreto, una inflación elevada distorsiona el

funcionamiento de los precios como mecanismo asignativo, aumenta la incertidumbre y plantea graves problemas de competitividad al sector expuesto a la competencia internacional (básicamente, el sector industrial) frente al sector protegido (una buena parte de los servicios), lo que puede ocasionar un debilitamiento artificial del tejido industrial y una amonización del crecimiento de la productividad total de los factores y del crecimiento global de la economía. Es cierto que una inflación diferencial puede tratar de compensarse con la modificación del tipo de cambio, pero ello es contrario a los compromisos asumidos, a la vez que la estabilidad cambiaria actúa en el sentido de reducir la incertidumbre. Finalmente, el control del déficit público usualmente se incluye dentro de las condiciones de estabilidad, a consecuencia de sus efectos distorsionadores sobre los tipos de interés, la política monetaria y la acumulación de deuda pública. En síntesis, mantener un diferencial de inflación nulo o reducido, así como las otras condiciones de estabilidad macroeconómica explicitadas en los acuerdos de Maastricht, es un objetivo deseable de por sí.

Por otro lado, existe una razón más pragmática. España ha realizado esfuerzos por controlar la inflación y, recientemente, por controlar el déficit público. Estos esfuerzos han requerido sacrificios cuya recompensa esperada es entrar en la primera fase de la Unión Monetaria. Los mercados parecen también haber apostado en este sentido. Si España se queda fuera, es inevitable un sentimiento de fracaso que puede operar a distintos niveles y provocar un aplazamiento "indefinido" de ciertas reformas ya iniciadas. Así, los ajustes de la política fiscal son quizás insuficientes pero discurren en la dirección adecuada, al igual que sucede con la lucha antiinflacionista. Todos estos ajustes han requerido, y requieren, esfuerzos, que la sociedad tiende a aceptar oponiendo

menos resistencia que la usual, y el Gobierno y partidos políticos dominantes tratan de potenciar, porque se confía en la entrada de España en la primera fase de la Unión Monetaria. España se halla pues en un punto de difícil retorno. Si al final nuestro país se quedase fuera por no superar el examen, es posible que ello pudiese representar echar por la borda una importante porción de los esfuerzos realizados en favor de la estabilidad macroeconómica.

Para concluir, por lo que al objetivo de inflación respecta, un riesgo extra que es preciso volver a subrayar es el derivado de la reactivación económica. España, hasta la fecha, no logra reducir distancias con respecto a los países más estables de la Unión Europea por el éxito de los más "aplicados". No obstante, si la ansiada recuperación llega, que

en caso de llegar probablemente lo hará a través de los países de nuestro entorno, en particular, Francia y Alemania, y se recobran tasas de crecimiento del orden del 3 por 100 ó 3,5 por 100, resulta más difícil en este contexto el mantenimiento de progresos en el control inflacionista. A pesar de las abultada tasa de desempleo existente, los salarios tienden a crecer por encima de la productividad cuando se genera empleo, y esta elevación de salarios por encima del crecimiento de la productividad, que se traduce en un aumento de los costes unitarios de producción, tiende a trasladarse a precios. En síntesis, es preciso evitar que la deseable y esperada recuperación, que en caso de llegar tendrá efectos automáticos favorables sobre las variables fiscales, provoque un retroceso en el campo inflacionista.

## ANEXO

---

### Evaluación de las probabilidades de cumplimiento del objetivo de inflación

La metodología seguida para evaluar las probabilidades que el gráfico núm. 4 detalla es la siguiente:

El valor adoptado por la variable inflación diferencial en un determinado periodo "p(t)" puede considerarse como la suma de un valor predicho "f(t)", que en este estudio procede de la aplicación de un modelo ARIMA, "más" un error de predicción "u(t)". Es decir:

$$p(t) = f(t) + u(t)$$

Por otro lado, la probabilidad de que "p(t)" adopte un valor inferior a una cierta cota "c" viene expresada por:

$$\text{Prob}(p(t) < c) = \text{Prob}(f(t) + u(t) < c) = \text{Prob}(u(t) / \sigma(t) < (c - f(t)) / \sigma(t)) = F_n(c^*(t))$$

en donde " $\sigma(t)$ " es la desviación estándar del error de predicción y " $F_n$ " es el valor de la función de distribución de una normal (0,1) evaluado en el punto de corte " $c^*(t) = (c - f(t)) / \sigma(t)$ ". Para predicciones que se inician en distintos periodos (enero 1996, febrero 1966, etc.) se calcula la predicción "f(t)" referida a la inflación diferencial media anual en diciembre de 1997, la desviación estándar del error de predicción " $\sigma(t)$ " y las correspondientes probabilidades. Estas últimas son las que el gráfico núm. 4 muestra en forma de barras.

## INFLACIÓN, POLÍTICA MONETARIA, TIPOS DE INTERÉS Y EXPECTATIVAS(\*)

*Antoni Espasa(1)*  
*Universidad Carlos III de Madrid*

### Resumen

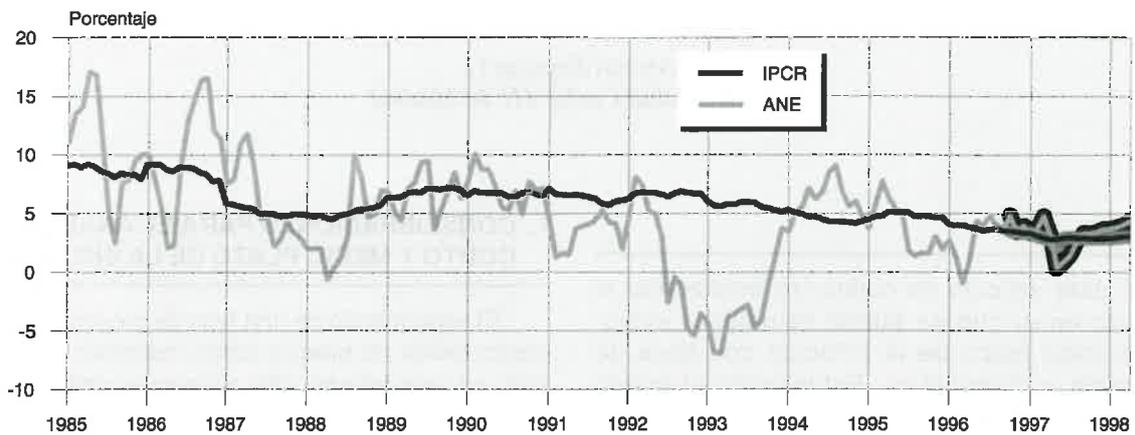
En este artículo se comienza analizando el contexto en el que se puede estudiar la evolución a corto plazo de la inflación con fines de predicción y diagnóstico. Establecido el marco de trabajo se exponen los resultados de predicción durante el periodo 1994-1996 publicados en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO y se relacionan con los movimientos de tipos de interés llevados a cabo por el Banco de España. Posteriormente se analiza la situación inflacionista actual de la economía española y sus perspectivas para el trienio 1997-1999. Esto último se pone primeramente en conexión con la probabilidad de cumplir el objetivo de Maastricht, que se cuantifica a partir de un análisis y de unas predicciones de consenso sobre los IPC transitorios de los quince países europeos. Con posterioridad a 1997 destaca la necesidad de converger a la inflación europea y se analizan los principales problemas para ello. Algunos de estos problemas se pueden abordar desde una política económica de mayores reformas estructurales que favorezcan la competencia en el sector de servicios y en la comercialización de bienes y servicios, pero es muy importante que esta política imponga además mayores exigencias de información al consumidor sobre calidad -debidamente auditada- y precios en la venta de servicios. Estando garantizado que el Banco de España desarrollará una política monetaria acorde con las expectativas de inflación y existiendo la voluntad política de alcanzar el objetivo de convergencia en el déficit público, los otros grandes problemas con los que se enfrenta la inflación en España necesitan respuestas microeconómicas. Entre ellas destaca la necesidad de que los agentes asimilen con prontitud el nuevo nivel de expectativas de inflación en el que se ha situado la economía española y que empresarios y trabajadores actúen en consecuencia. En este sentido, los tipos de interés actuales de activo y pasivo de los bancos y cajas no transmiten referencias certeras y firmes sobre expectativas de inflación a las que puedan recurrir los agentes económicos.

### I. CONSIDERACIONES PARA EL ANÁLISIS A CORTO Y MEDIO PLAZO DE LA INFLACIÓN

El seguimiento de una tasa de crecimiento de un cierto índice de precios como indicador de la inflación en una determinada economía presenta diversos problemas y tiene bastantes limitaciones que han sido comentadas en repetidas ocasiones anteriores como puede verse en Espasa y Lorenzo (1995, a y b). En este contexto es usual seguir la inflación a través de tasas de crecimiento del índice de precios al consumo (IPC). En el caso de la economía española, los diferentes precios que se agrupan en el IPC se forman en mercados que no están suficientemente integrados y en ellos las correspondientes ofertas y demandas tienen características específicas importantes que generan en las grandes agrupaciones de mercados precios que tienen evoluciones bastante diferentes entre sí, de modo que la evolución del agregado global IPC resulta insuficientemente informativa y escasamente útil para realizar un diagnóstico sobre la inflación. La situación inflacionista contemporánea y sus implicaciones futuras no se aprecian, pues, adecuadamente sin un estudio individual del comportamiento de los precios en cada uno de los grandes mercados. Siguiendo Espasa *et al.* (1987) se puede desglosar el IPC en cuatro componentes básicos: precio de los alimentos no elaborados -ANE- (11,88%), precios de bienes energéticos -ENE- (7,12%), precios de los servicios -SERV- (30,64%) y precios de los bienes elaborados no energéticos -BENE- (50,35%). Entre paréntesis aparece la ponderación de cada componente en el IPC.

El análisis de la inflación a partir de los componentes básicos del IPC proporciona resultados más precisos, ya que una tasa de crecimiento anual del IPC, por ejemplo, del 3,5% tiene implicaciones hacia el futuro muy diferentes según vaya determinada por crecimientos del 1,5% en los índices ANE y ENE y del 4% en los índices SERV y BENE o se componga de crecimientos del 5,5% y del 3,0%, respectivamente. La razón estriba en que el índice ANE tiene un comportamiento cíclico más marcado que los restantes componentes y valores moderados (elevados) en sus tasas de crecimiento correspondien-

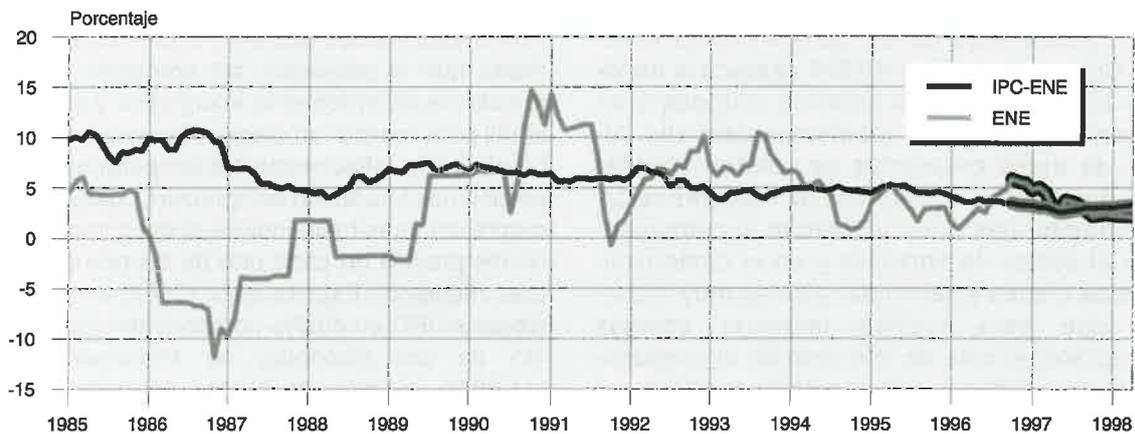
**GRÁFICO NÚM. 1**  
**CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO DE ALIMENTOS NO ELABORADOS (ANE) Y EL ÍNDICE GENERAL DE PRECIOS SIN EL COMPONENTE DE ALIMENTOS NO ELABORADOS (IPCR)**  
 (Información disponible hasta septiembre 1996)



Fecha: 8 de noviembre de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid).

**GRÁFICO NÚM. 2**  
**CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO DE BIENES ENERGÉTICOS (ENE) Y EL ÍNDICE GENERAL DE PRECIOS SIN EL COMPONENTE DE BIENES ENERGÉTICOS (IPC-ENE)**  
 (Información disponible hasta septiembre 1996)



Fecha: 8 de noviembre de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid).

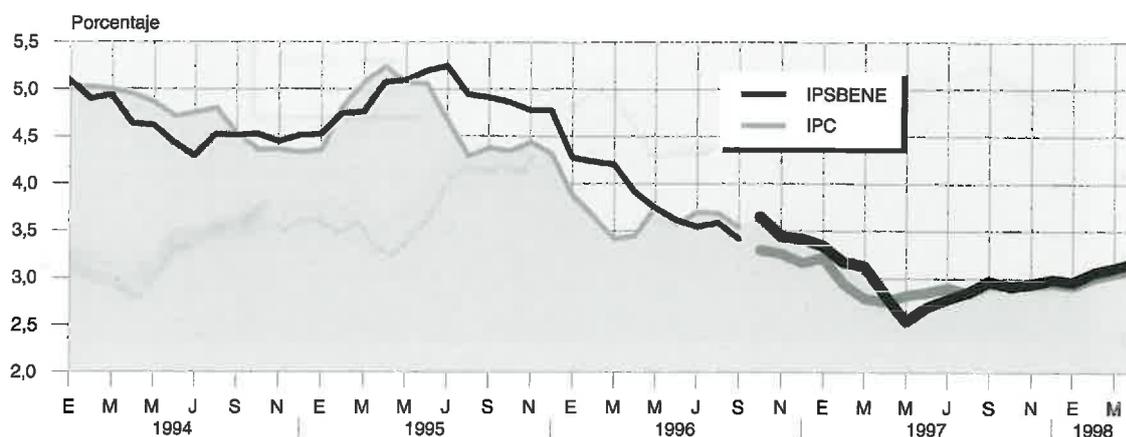
tes a los momentos bajos (altos) del ciclo tienden a venir seguidos por valores elevados (bajos), tal como se refleja en el gráfico núm. 1. Asimismo, el índice ENE registra con frecuencia movimientos escalonados determinados por la oferta y demanda internacionales y por regulaciones fiscales específicas que no se tienen por qué reproducir en el futuro próximo e incluso pueden corregirse (gráfico núm. 2).

El tipo de oscilaciones señalado en los índices ANE y ENE dificultan la apreciación de la tendencia de la inflación del IPC y la definición de una inflación

subyacente (tendencial) sobre un índice de precios que excluya del IPC los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados, tal como se propuso en Espasa *et al.* (1987) se muestra muy útil (véase gráfico núm. 3). A dicho índice en tal artículo se le denominó IPSEBENE (índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos) y se ha convertido en un indicador seguido por la mayoría de los analistas(2).

La utilización del IPSEBENE para representar la inflación subyacente en la economía española pue-

**GRÁFICO NÚM. 3**  
**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO (IPC) E ÍNDICE DE PRECIOS DE SERVICIOS Y BIENES ELABORADOS NO ENERGÉTICOS (IPSEBENE)**  
**Crecimiento acumulado en doce meses**  
**(Información disponible hasta septiembre 1996)**



(\*) Las tasas están asignadas al final de cada periodo y desde octubre de 1996 en adelante los datos representados son predicciones.

Fecha de elaboración: 18 de octubre de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).

de elaborarse algo más de lo que se hacía en Espasa *et al.* (1987) y eso se puede realizar a partir de las ideas expuestas en dicho artículo. Así, en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO se vienen aplicando, cuando es necesario, dos tipos de correcciones. Si los índices ANE y ENE se encuentran en un periodo que se espera que sea largo, unos dos años, en el que su crecimiento medio es clara y suficientemente diferente al del IPSEBENE conviene corregir adecuadamente la tasa de crecimiento del IPSEBENE para que la tasa resultante sea un buen indicador de la inflación subyacente. Asimismo, si ciertos precios incluidos en el IPSEBENE entran en una etapa con fuertes oscilaciones sobre el nivel del IPSEBENE, conviene sacar tales precios de dicho índice. Éste es el caso del índice de precios al consumo de los aceites y grasas (ACEGRA) durante el periodo 1995-1997, ya que debido a las oscilaciones del precio del aceite de oliva el índice ACEGRA ha estado registrando durante 1995 y 1996 tasas de crecimiento muy altas que llegaron a superar el 30% a finales de 1995 y principios de 1996, mientras que a partir de febrero de 1997 y durante al menos un año se prevé que dicho índice registre tasas de variación anual negativas. En el gráfico núm. 4 se ilustra el efecto del índice ACEGRA sobre el IPC y el IPSEBENE.

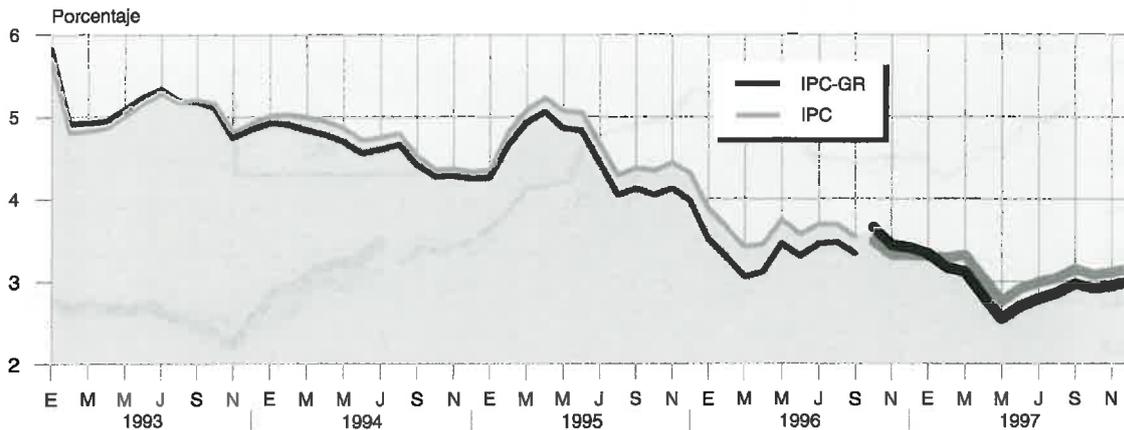
De todas formas, conviene señalar que la construcción de un indicador -señal- de inflación subyacente pierde algo de interés si se puede realizar buenas predicciones del IPC para un horizonte de, al menos, uno o dos años. En tal caso, dichas "buenas predicciones" proyectan el crecimiento actual del IPC teniendo en cuenta las oscilaciones inherentes en la evolución que en cada momento se

encuentran inmersos los diferentes grupos de precios que componen el IPC. Tales predicciones no van a ser, en general, meras proyecciones, que podemos denominar ingenuas, de una situación de crecimiento constante, acelerado o desacelerado que pueda mostrar el IPC en un determinado momento. Van a resultar más complejas y oscilantes hasta que a partir de un determinado horizonte la predicción consista en una tasa de inflación constante. Con esta información procedente de las "buenas predicciones" el analista pierde interés por una señal de inflación subyacente -supuestamente para realizar sobre la base de esta señal una predicción ingenua mejor sobre el IPC-, ya que dispone de una información más relevante que le indica cómo va a oscilar la tasa de inflación hasta que en un determinado momento se estabilice en un cierto valor, que por tratarse de una magnitud prevista está sujeto a incertidumbre y tiene que definirse dentro de un cierto intervalo.

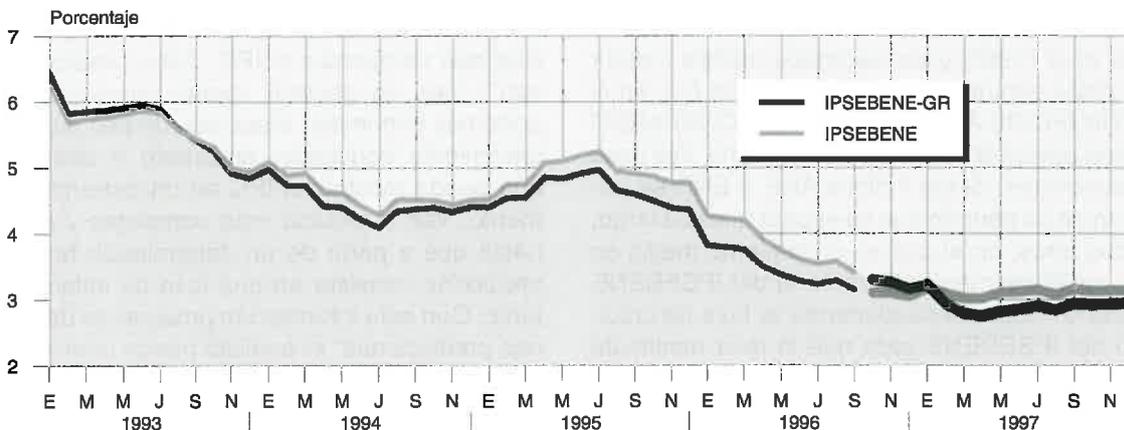
La observación anterior de que con "buenas predicciones" sobre el IPC los indicadores de inflación subyacente tienen menos relevancia es de aplicación mucho más general. Así, el interés primordial por los procedimientos de extracción de señales como tendencias, factores estacionales y evoluciones ajustadas de estacionalidad está muy ligado a la mayor facilidad para el usuario de realizar predicciones subjetivas sobre la serie original, dígame cantidad de dinero, producción industrial, comercio internacional, ventas de una empresa, etc, a partir de predicciones ingenuas sobre la correspondiente señal. Sin embargo, tal interés se desvanece si los usuarios disponen de "buenas predicciones" sobre la serie original, que en cada momento de su reali-

GRÁFICO NÚM. 4  
(Información disponible hasta septiembre 1996)

CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO  
GENERAL (IPC) Y DEL IPC SIN EL COMPONENTE DE ACEITES Y GRASAS



CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO DE SERVICIOS  
Y BIENES ELABORADOS NO ENERGÉTICOS (IPSEBENE) E IPSEBENE SIN COMPONENTE DE  
ACEITES Y GRASAS



Fecha: 8 de noviembre de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid).

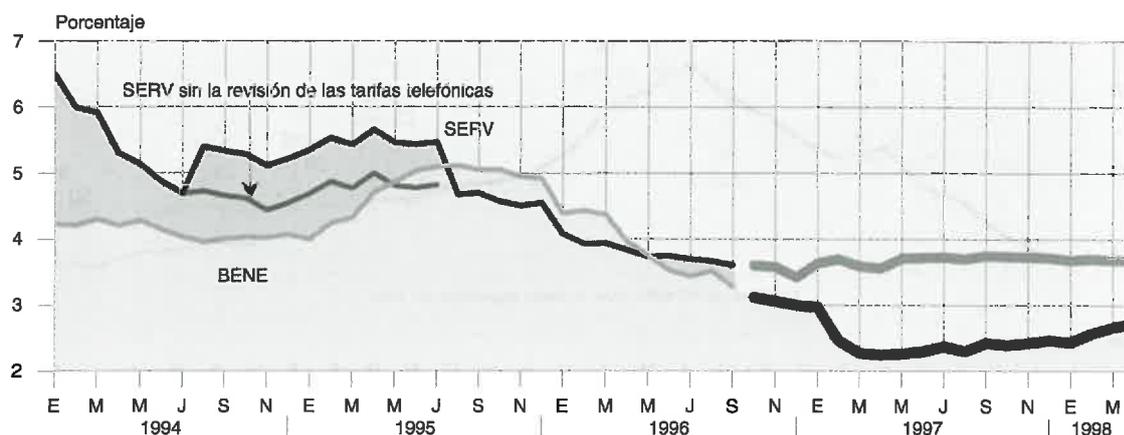
zación acabarán proyectando un comportamiento futuro de crecimiento y evolución estacional constantes.

En la discusión anterior destaca la afirmación de que las predicciones acaban en tasas de crecimiento constantes a partir de un cierto instante futuro. Esto se debe a que el comportamiento de las variables económicas y las relaciones entre ellas se aproximan bien mediante esquemas matemáticos lineales o esquemas lineales por tramos temporales. En este último caso, el paso de un posible tramo lineal a otro es bastante incierto y muchas veces vienen motivados por variables exógenas que son muy difíciles de predecir, por lo que, en general, en la predicción económica sistemática se han dado escasos logros en anunciar estos cambios, que en la literatura teórica se denominan estructurales. Restringidos a un contexto (tramo temporal) lineal,

la predicción económica a medio plazo —a largo plazo la predicción económica es una ficción— acaba siendo de naturaleza constante sobre el nivel o el crecimiento de una variable económica. No obstante, conviene advertir que esta tasa de crecimiento constante hacia la que suele colapsar la predicción de una variable económica que evoluciona progresivamente cambia (o puede cambiar) según el momento base en el que se realiza la predicción. Estas tasas —denominadas inercias en Espasa y Cancelo (1995) capítulo V— y sus cambios en el tiempo son muy ilustrativas, tal como se insiste en la referencia señalada, para el analista de la coyuntura económica. En el caso de la inflación estas tasas de convergencia en la predicción pueden interpretarse como las expectativas de inflación a medio plazo en cada momento.

El enfoque desagregado en el análisis de la

GRÁFICO NÚM. 5  
**CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO ( $T_{12}^1$ ) EN LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO DE:  
 BENE (BIENES ELABORADOS NO ENERGÉTICOS) Y DE SERV (SERVICIOS)\*  
 (Información disponible hasta septiembre 1996)**



(\*) Las tasas están asignadas al final de cada período y desde octubre de 1996 en adelante los datos representados son predicciones.

Fecha de elaboración: 14 de octubre de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).

inflación no sólo es de interés porque explicita las diferentes situaciones inflacionistas entre los grandes mercados, sino que con él se obtienen predicciones más precisas. Esta mayor precisión se debe a que las tendencias y estacionalidades en los componentes básicos del IPC no son homogéneas—no están cointegradas— y su tratamiento específico conlleva mayor precisión sobre el agregado. Pero, además, ampliando el tratamiento desagregado del IPC a un nivel más allá de los componentes básicos, distinguiendo cuatro o cinco grupos específicos de precios dentro de cada componente básico, se puede analizar y predecir cada grupo de precios introduciendo indicadores adelantados relevantes para cada caso, como son los correspondientes precios de producción industrial o agrícola. Este enfoque desagregado está siendo contemplado con interés en la literatura econométrica aplicada actual y así, por ejemplo, en Pesaran *et al.* (1994) se ilustra cómo el empleo en el Reino Unido se predice mejor a través de un modelo desagregado que contempla a 40 industrias.

El enfoque desagregado descrito, propuesto inicialmente por Espasa *et al.* (1984) y formalizado en Espasa *et al.* (1987), que es el que viene siguiendo el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, permite a su vez introducir con mayor fundamento determinada información que pueda existir en un momento concreto y que se espera que afecte al futuro de los precios. Por ejemplo, la predicción existente desde la primavera de 1996 de que la cosecha de aceitunas a finales del año sería de un orden de magnitud del doble de la de 1995, va a influir en el IPC de 1997 y tal información se viene incluyendo en el ejercicio de predicción desde prin-

cipios de 1996, operando sobre la predicción individual del índice ACEGRA.

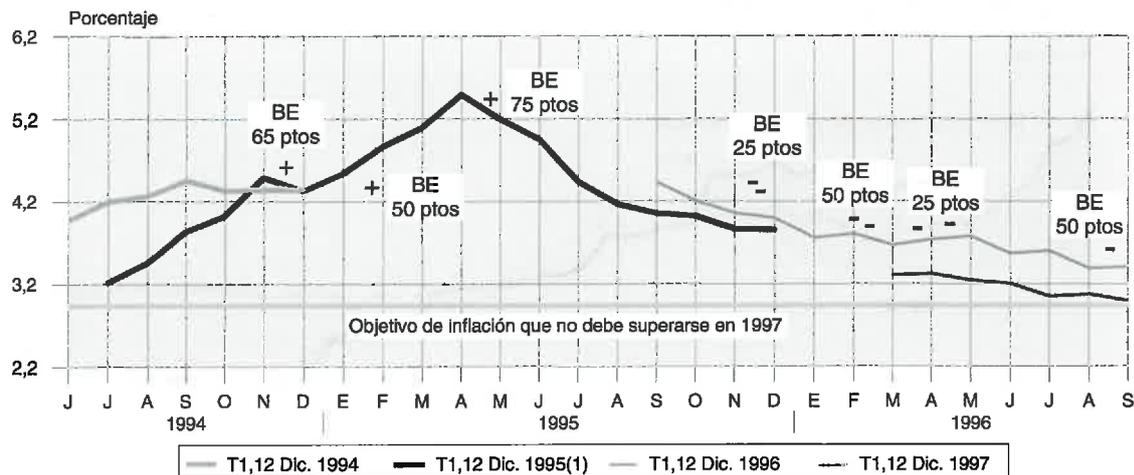
Otro aspecto positivo del análisis desagregado de precios consiste en que en cada momento se predicen los diferentes grupos de precios obteniendo para cada grupo los diferentes valores hacia los que tienden a colapsar sus correspondientes tasas de crecimiento. Con ello la evolución del agregado acaba confluyendo a una tasa de crecimiento constante pero con un perfil temporal que puede ser complejo y ciertamente muy ilustrativo para los agentes económicos. Además, al disponer de tendencias inflacionistas diferentes para cada componente se puede analizar e interpretar las divergencias entre ellas y extraer conclusiones de política económica, tal como se discutirá más adelante (véase gráfico núm. 5).

Expuesto el enfoque y la problemática en el estudio y la predicción de la inflación a corto y medio plazo puede ser de interés analizar y valorar la información que las predicciones de inflación en los últimos años han podido proporcionar a los analistas. Esto se trata en la sección siguiente.

## II. PREDICCIONES DE INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS DURANTE EL PERIODO 1994–1996

En el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO se vienen realizando mensualmente predicciones para los dos años siguientes. Las predicciones anteriores no se obtienen a partir de un modelo econométrico estructural y global adecuado para la economía española, que incluya la función

**GRÁFICO NÚM. 6  
PREDICIONES DE INFLACIÓN INTERANUAL EN EL IPC A DICIEMBRE DE 1994, DICIEMBRE DE 1995 DICIEMBRE DE 1996 Y DICIEMBRE DE 1997 REALIZADAS DESDE JUNIO DE 1994**



+ Señala el momento y la magnitud en el que el Banco de España movió al alza su tipo de interés de referencia  
 - Señala el momento y la magnitud en el que el Banco de España movió a la baja su tipo de interés de referencia

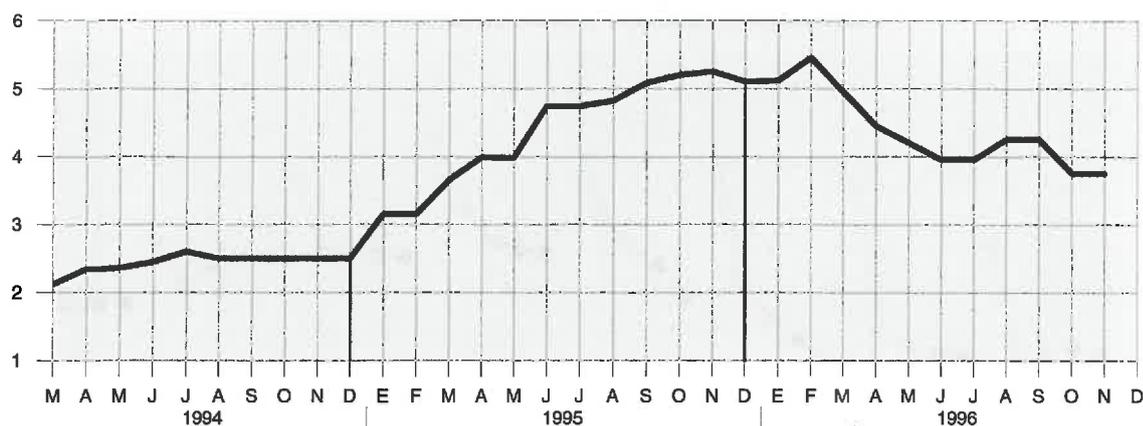
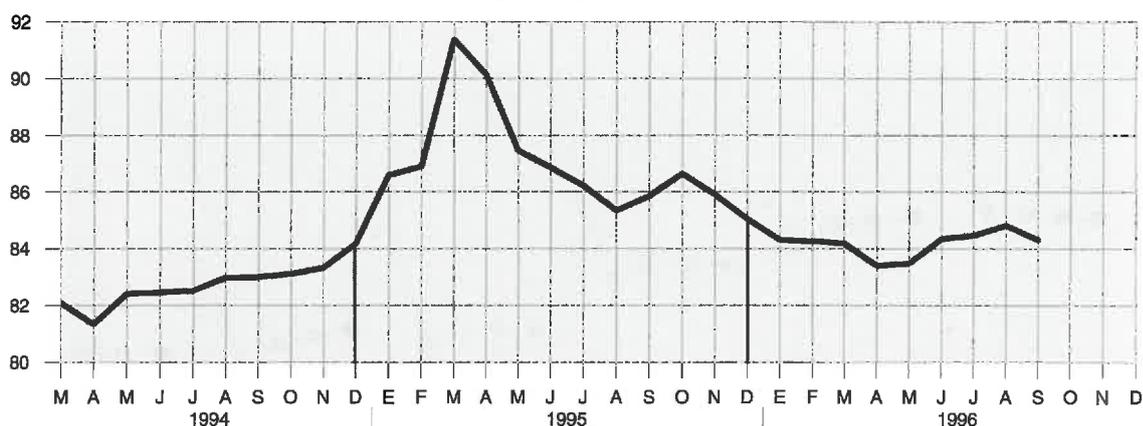
(1) Estas predicciones no incluyen los efectos de los cambios en la imposición indirecta y cotización a la Seguridad Social en enero de 1995, que se evalúan en 0,48 puntos porcentuales en el IPC.  
 (2) Los datos del IPC se suelen publicar sobre el día 13 del mes siguiente al mes de referencia. Las señales indicativas del cambio en el tipo de interés de referencia del Banco de España se sitúan en el gráfico en relación a la fecha de publicación de los datos del IPC.  
 Fecha de elaboración: 8 de noviembre de 1996.  
 Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).

de reacción del Banco de España, el cual sería muy complejo y muy difícilmente produciría resultados más fiables que los obtenidos con modelos alternativos, sino a partir de modelos econométricos que, sobre una gran desagregación de los índices de precios al consumo, proyectan la evolución futura de éstos en función, básicamente —aunque no exclusivamente—, de su comportamiento en el pasado y de sus relaciones con otros precios en etapas anteriores al consumo, como los precios de producción industrial y los precios percibidos por los agricultores. En consecuencia, aspectos como las nuevas condiciones en la formación de los precios que se pueden crear, por ejemplo, desde la política económica no están directamente incorporados en los modelos de predicción empleados.

De lo anterior se deduce que las predicciones publicadas en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO son condicionales a que desde la política económica no se creen nuevas condiciones que afecten a la formación de los precios. De hecho, cuando estas predicciones apuntan a valores en las tasas de inflación que distan suficientemente de los objetivos establecidos, se está dando una indicación muy firme de que el Banco de España tomará algún tipo de medida para forzar que se cambie el proceso de generación de precios. En efecto, las cuatro líneas del gráfico núm. 6 recogen cómo a lo largo de los distintos meses se ha venido prediciendo el crecimiento acumulado anual del IPC

correspondiente a los meses de diciembre de 1994 a 1997. El gráfico indica que en el segundo semestre de 1994 se vino prediciendo de forma relativamente estable el crecimiento anual del IPC correspondiente a finales de dicho año, pero para diciembre del año 1995 se fue prediciendo durante ese período un valor cada vez mayor. Obsérvese que a las predicciones para 1995 se les resta la estimación del impacto de los cambios de la imposición indirecta y cotizaciones a la seguridad social que se introdujeron en enero de 1995, pues tales cambios tienen un efecto puntual en la inflación pero no afectan apenas a las expectativas futuras. Con esta corrección sobre las predicciones de 1995 los datos del cuadro núm. 6 son homogéneos y pueden utilizarse como expectativas de inflación en cada momento. El incremento de expectativas que se produjo en la segunda mitad de 1994 indujo a que el Banco de España subiera 65 puntos básicos su tipo de interés de referencia el día 4 de enero de 1995, es decir, unos pocos días antes de que publicase el dato del IPC correspondiente al mes de diciembre anterior, hecho que se señala en el gráfico núm. 6, pues en éste se apuntan los momentos en los que el Banco de España ha modificado su tipo de interés de referencia. De acuerdo con las predicciones mencionadas, las expectativas de inflación continuaron subiendo hasta comienzos del segundo cuatrimestre y el Banco de España incrementó en otras dos ocasiones los tipos de interés. En los restantes meses de 1995 las predicciones para finales de

GRÁFICO NÚM. 7

**DIFERENCIAL DEL TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BANCO DE ESPAÑA Y EL TIPO DE REDESCUENTO DEL BUNDESBANK**

**TIPO DE CAMBIO PTS / MARCO**


Fecha: 8 de noviembre de 1996.

Fuente: Banco de España y Bundesbank.

dicho año fueron disminuyendo. Para el último cuatrimestre de 1995 el gráfico recoge también la senda de predicciones para 1996. Comparando la senda de 1995 con la de 1996 se detecta que en este cuatrimestre de 1995 las expectativas de inflación a corto plazo (a diciembre de 1995) se iban reduciendo, pero se mantenía un valor similar ligeramente superior para las expectativas a medio plazo (diciembre de 1996) y por encima del objetivo del 3% que no debería, según propuesta del Banco de España, superarse en 1997. Esto explica que durante muchos meses (hasta el 22 de diciembre de 1995, gráfico núm. 6) el Banco de España no bajase su tipo de referencia. Con ello, el endurecimiento de la política española en relación a Alemania fue en aumento a lo largo de 1995 tal como se expresa en el gráfico núm. 7, lo que se tradujo en una fuerte apreciación de la peseta que se convirtió en otro factor decisivo para la reducción de la inflación.

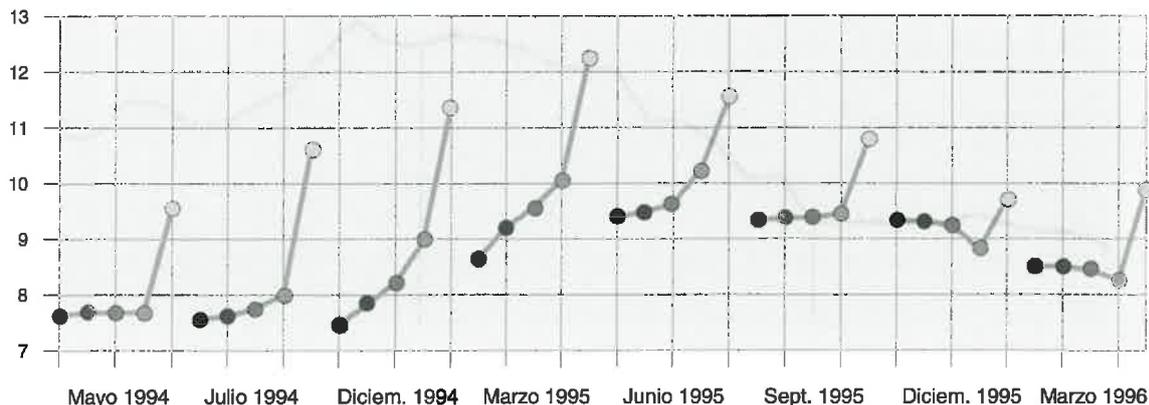
A lo largo de 1996 el Banco de España ha venido

bajando su tipo de interés de referencia (gráfico núm. 6), pero manteniendo una política monetaria en términos relativos con la alemana más agresiva que la practicada en el segundo semestre de 1994 (gráfico núm. 7), asegurando con ello el mantenimiento de una peseta fuerte, que continúa actuando como un factor reductor de la inflación.

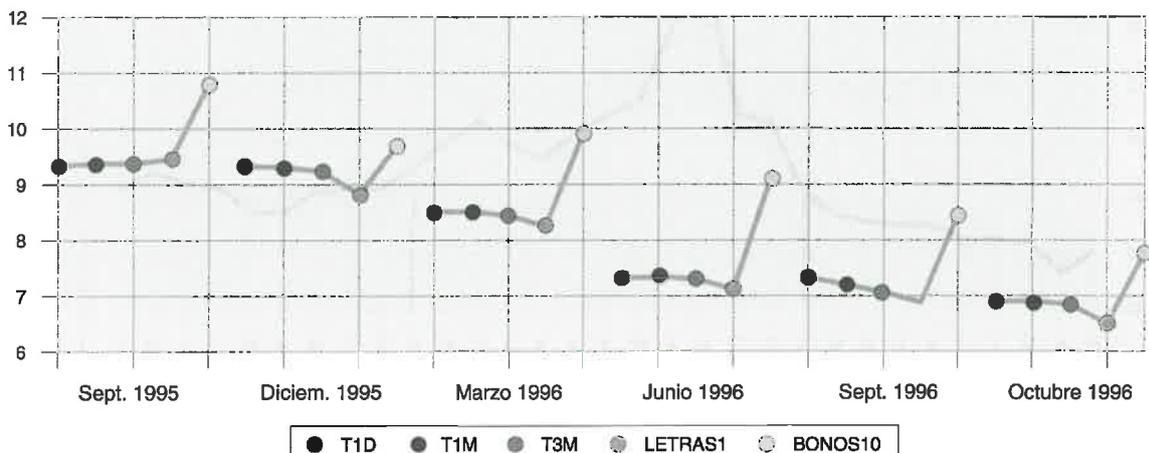
El gráfico núm. 6 recoge también las predicciones (expectativas) de inflación para diciembre de 1997 y en él se observa que sólo desde este verano empiezan a darse predicciones compatibles con el objetivo del Banco de España de no superar la tasa del 3% a lo largo de 1997. Esto explica que el Banco de España haya mantenido un diferencial entre su tipo de referencia y el del Bundesbank (gráfico núm. 7) todavía muy superior a los niveles de dicho diferencial a finales de 1994, pues aunque las expectativas de inflación han bajado unos dos puntos porcentuales en año y medio, todavía se sitúan en niveles superiores a los deseados de acuerdo con

GRÁFICO NÚM. 8

TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIO A 1 DÍA (T1D), A UN MES (T1M), Y A TRES MESES (T3M)  
 RENDIMIENTOS DE LAS LETRAS DEL TESORO A 1 AÑO (LETRAS1)  
 Y DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS EN ESPAÑA (BONOS10)



Nota: Gráfico del BOLETÍN IPC nº 16



Nota: Fecha: 11 de noviembre de 1996.

Fuente: Banco de España y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid).

los objetivos fijados y los que se tendrán que fijar para 1998 y 1999. Sobre esto último se volverá más adelante.

La evolución de las expectativas de inflación recogidas en las predicciones del gráfico núm. 6 se reflejan también en la evolución de los tipos de interés y en la curva de tipos de interés que se presentan en el gráfico núm. 8. En este gráfico destaca también que desde diciembre de 1995 el primer tramo de la curva de tipos de interés se ha invertido y así continúa en el presente, lo cual es compatible con la afirmación de que en todo este periodo se están registrando expectativas de inflación más bajas para el plazo de un año que para los plazos más inmediatos. Esto se confirma en el gráfico núm. 6 en donde las predicciones para 1997 han venido siendo inferiores a las de 1996. Pero la

inversión de la curva de tipos de interés indica también la magnitud restrictiva de la política monetaria. La forma actual de la curva de los tipos de interés y el diferencial existente entre el tipo de referencia del Banco de España y el tipo de redescuento del Bundesbank están en la base de la opinión bastante general de que el Banco de España dispone todavía de margen para bajar los tipos de interés. Pero para analizar las posibilidades, el alcance y el momento temporal en que puede actuar el Banco de España es necesario estudiar con detalle antes la situación inflacionista actual y sus perspectivas futuras. Esto se hace en las secciones siguientes.

### III. PREDICCIÓN DE LOS IPC TRANSITORIOS EUROPEOS Y LA PROBABILIDAD DE CUMPLIR EL OBJETIVO DE MAASTRICHT

Las predicciones que con la información disponible sobre el IPC hasta septiembre de 1996 y la información publicada hasta ese momento sobre los precios de producción industriales y agrícolas se realizan en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO número 24 se pueden resumir tal como se hace a continuación. La tasa de crecimiento acumulado anual en el IPSEBENE que de enero a septiembre de 1996 ha pasado del 4,27% al 3,41% se continuará reduciendo hasta alcanzar valores sobre el 2,9% en el primer trimestre de 1997, con tendencia a estabilizarse con pequeñas oscilaciones sobre ese valor en el resto del año y a subir quizás un par de décimas en 1998 (véase gráfico núm. 3 y cuadro núm. 1). Es decir, las expectativas de inflación de la economía española en el corto plazo —ahora 1997— se han situado ligeramente por debajo del 3%, cuando en el segundo trimestre de 1995 tales expectativas superaban el 5%. Respecto al crecimiento del IPC se prevé que tenga una evolución menos estable que la descrita para el IPSEBENE, debido a fluctuaciones en los precios de la energía y de los alimentos no elaborados (véase gráficos núm. 1 y 2). Así se prevé que la tasa de crecimiento acumulado anual del IPC pase del 3,54% en el mes de septiembre al 3,41% en el mes de diciembre próximo y al 2,54% en mayo de 1997, para remontar al 2,99% en diciembre de 1997 (véase gráfico núm. 3 y cuadro núm. 1) y al 3,16% en la media anual de 1998.

Para el cumplimiento del objetivo de inflación de Maastricht se analizará la tasa de crecimiento anual medio del IPC "transitorio" en 1997. Esta tasa es

aproximadamente la media de las doce tasas de crecimiento acumulado anual en cada uno de los doce meses de 1997 o, lo que es lo mismo, una suma ponderada, con pesos aproximadamente simétricos desde valores sobre 1/12 a valores sobre 12/12 de los veintitrés crecimientos mensuales desde febrero de 1996 a diciembre de 1997 (véase Espasa y Cancelo, (1993) secciones 5.2.2 y 5.3.1). En la terminología de Eurostat se ha determinado "IPC transitorio" a un índice de precios nacional obtenido a partir del correspondiente IPC excluyendo unos pocos componentes para conseguir una cierta armonización de los índices de precios al consumo resultantes en la UE. En España la evolución de este índice es muy similar a la del IPC por lo que, al menos de momento, se le puedan aplicar las predicciones realizadas para el IPC.

En el gráfico núm. 9, tomado del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, nº 26, así como los comentarios que siguen, se recogen los IPC transitorios (paneles A) y los IPC habituales (paneles B) para los diferentes países europeos. Para la mayoría de los países europeos la evolución reciente del IPC transitorio y del IPC habitual es muy similar y por tanto se pueden aplicar a los índices transitorios las predicciones de consenso que en cada país se realizan sobre su correspondiente IPC. Tales predicciones las tomaremos de la revista *Consensus Forecasts* en su número del mes de octubre de 1996. Para el Reino Unido e Irlanda los IPC transitorios tienen actualmente unas tasas más altas que sus correspondientes IPC habituales, por lo que se les pueden aplicar a los primeros las predicciones disponibles sobre los segundos, ya que con ello difícilmente se sesga a la baja la medida del objetivo de Maastricht. Países para los que resulta más difícil acomodar predicciones de sus IPC tran-

CUADRO NÚM. 1  
CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC(1)  
Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior ( $T^1_{12}$ )

	TASA	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med96/ Med95(2)	Med97/ Med96(3)	Med98/ Med97(4)
IPSEBENE(*) (Servicios y bienes elaborados no energéticos sin el componente de Aceites y Grasas) (78,89%)	1995	4,39	4,54	4,55	4,85	4,83	4,91	4,96	4,65	4,60	4,50	4,39	4,35			
	1996	3,82	3,79	3,76	3,50	3,37	3,28	3,23	3,29	3,15	3,10	3,10	3,05	3,37	3,11	3,14
	1997	3,18	3,09	3,02	3,02	3,11	3,12	3,15	3,07	3,16	3,13	3,14	3,14			
IPSEBENE (Servicios y bienes elaborados no energéticos) (80,99%)	1995	4,52	4,74	4,75	5,07	5,09	5,19	5,24	4,94	4,91	4,86	4,77	4,77			
	1996	4,27	4,23	4,20	3,91	3,74	3,61	3,54	3,58	3,41	3,30	3,26	3,16	3,68	2,90	3,14
	1997	3,22	2,94	2,79	2,75	2,82	2,85	2,90	2,84	2,94	2,92	2,93	2,95			
IPC (Índice de precios general) (100%)	1995	4,36	4,82	5,08	5,24	5,07	5,06	4,67	4,29	4,38	4,35	4,44	4,32			
	1996	3,88	3,66	3,42	3,45	3,75	3,57	3,70	3,69	3,54	3,65	3,44	3,41	3,60	2,93	3,16
	1997	3,34	3,17	3,12	2,82	2,54	2,69	2,78	2,85	2,97	2,91	2,94	2,99			

Notas:

(\*) La tasa  $T^1_{12}$  normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.

(1) A partir de octubre de 1996 los datos son predicciones.

(2) Crecimiento del nivel medio de 1996 sobre 1995.

(3) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre 1996.

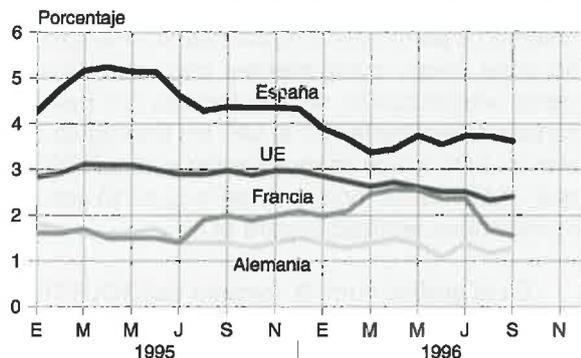
(4) Crecimiento del nivel medio de 1998 sobre 1997.

Fecha de elaboración: 18 de octubre de 1996.

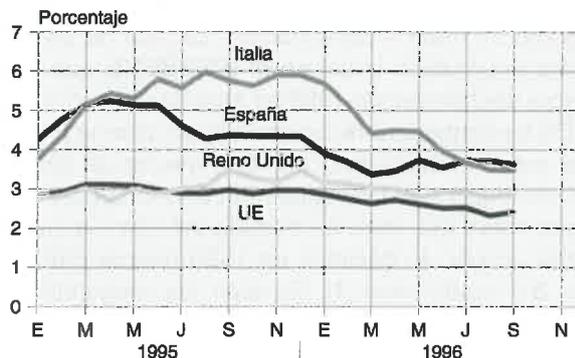
Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).

**GRÁFICO NÚM. 9**  
(Información disponible hasta septiembre de 1996)

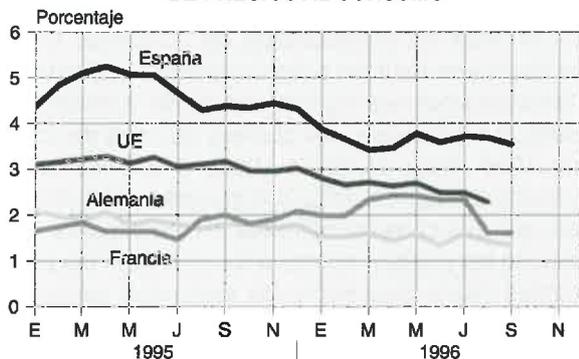
**A.1. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO TRANSITORIOS**



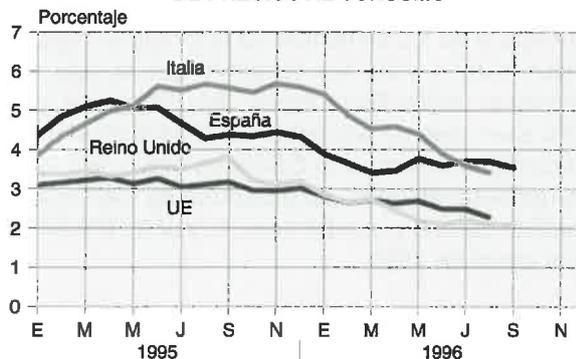
**A.2. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO TRANSITORIOS**



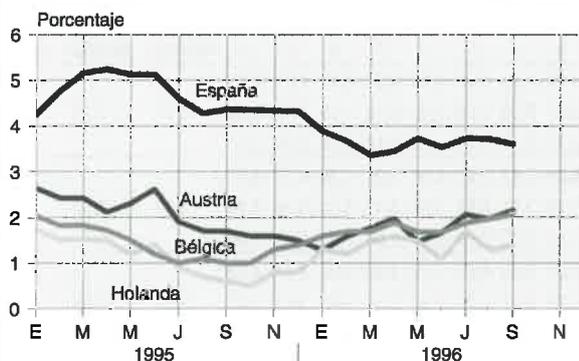
**B.1. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO**



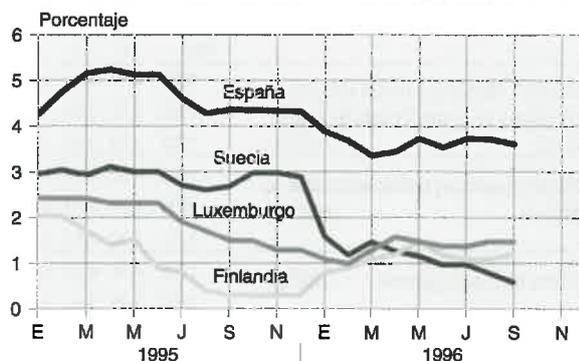
**B.2. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO**



**A.3. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO TRANSITORIOS**



**A.4. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO TRANSITORIOS**

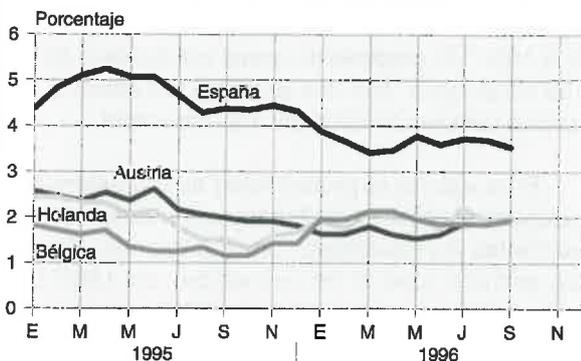


Fecha: 8 de noviembre de 1996.

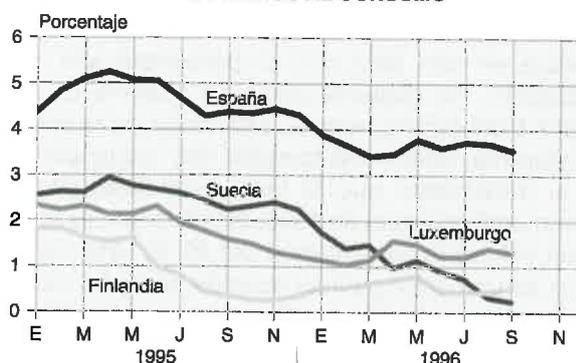
Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid).

GRÁFICO NÚM. 9 (Continuación)  
(Información disponible hasta septiembre de 1996)

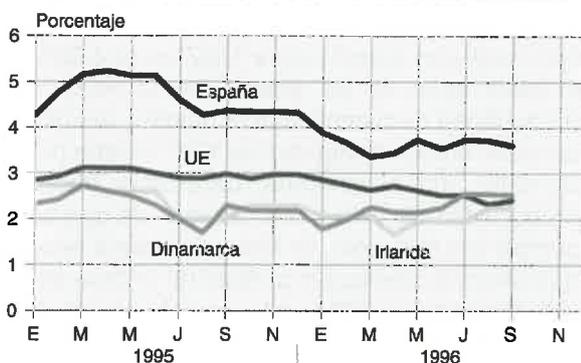
**B.3. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO**



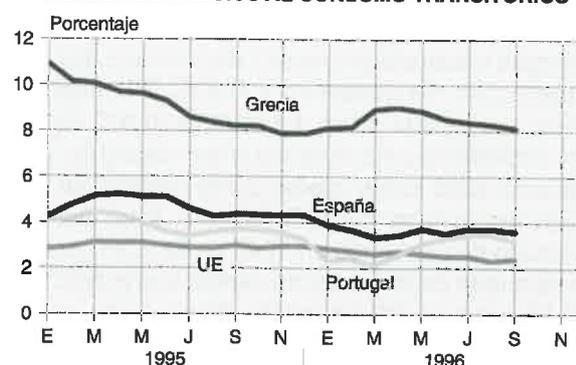
**B.4. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO**



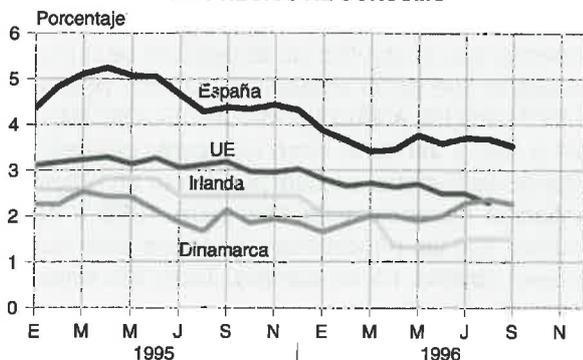
**A.5. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO TRANSITORIOS**



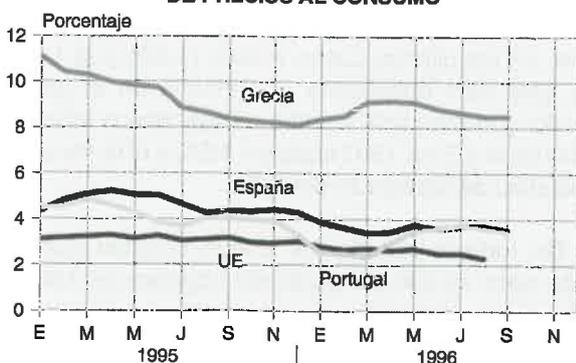
**A.6. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS AL CONSUMO TRANSITORIOS**



**B.5. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO**



**B.6. CRECIMIENTO ANUAL ACUMULADO DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO**



Fecha: 8 de noviembre de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid).

sitorios son: Luxemburgo, Suecia y Holanda. Sobre Luxemburgo la publicación mencionada no proporciona predicciones, por lo que de momento supondremos que su inflación en 1997 no influye en la determinación del objetivo de Maastricht. Suecia está experimentando en 1996 una caída fuerte de su nivel de inflación y la predicción de consenso para la media de este año es del 1,1%. Esa caída tiene una evolución regular motivada por la enorme moderación del gasto público en los presupuestos de 1996 y por la descentralización de la negociación colectiva en un país con un porcentaje alto de sindicación. No obstante como se observa en el panel A4 del gráfico núm. 9, esta caída en la inflación durante 1996 viene también muy influenciada por el movimiento que la tasa acumulada anual experimentó en enero de 1996, debido a un descenso del IVA en la alimentación del 25 al 15%. Esto último es un hecho puntual ocurrido en dicho mes, con lo que la inflación en Suecia tomará en 1997 valores claramente superiores a los actuales. Así parece que lo aprecian cada una de las trece instituciones que contribuyen a la predicción de consenso para Suecia en la publicación referida, ya que todas ellas predicen para 1997 tasas bastante superiores a las de 1996, de modo que la predicción de consenso para 1997 se sitúa sobre el 1,9% (la predicción oficial del gobierno sueco es de 2,2%)(3). La predicción de consenso sobre el IPC habitual parece, por todo lo dicho, trasladable al IPC transitorio. Finalmente para Holanda la tasa anual del IPC transitorio está sobre medio punto porcentual por debajo de su tasa del IPC habitual. Para éste la predicción de consenso en 1997 es de 2,3%, con lo que se puede de forma burda derivar una predicción de 1,8% para el IPC transitorio. Excluyendo, pues, Luxemburgo los tres países con menor inflación prevista según los IPC transitorios en la media de 1997 son Francia (1,7%), Finlandia (1,7%) y Alemania (1,8%), con lo que la media sería el 1,7% y el correspondiente límite para el objetivo de Maastricht el 3,2%. Si para Luxemburgo se supone que en 1997 va a mantener el valor medio de su tasa de crecimiento anual en los últimos cuatro meses (1,42%) se tiene que este país desplazará a Alemania en el grupo anterior y la media de los tres países menos inflacionistas de la UE en 1997 sería del 1,6% y el límite para el objetivo de Maastricht del 3,1%.

De todo lo anterior se puede concluir que el límite para el cumplimiento del objetivo de Maastricht es muy probable que se establezca entre el 3 y el 3,2%. Además, conviene señalar que si se excluye Grecia la inflación media prevista para la UE en 1997 es del 2,3%, con una dispersión entre el 1,4% y el 3,1%. Se puede decir, pues, que la inflación europea tiende a converger sobre el 2,3%, sin que al parecer existan ventajas para que un país se sitúe en tasas inferiores. De hecho hay autores que

estiman que una tasa de crecimiento de los IPC actuales del 2% corresponde a una situación de precios estables, ya que los índices de precios al consumo recogen también las alzas en los precios debidos a las mejoras en calidad.

El crecimiento anual medio del IPC en la economía española en 1995 fue del 4,67%, para 1996 se predice un 3,60% y para 1997, que es el valor relevante en el objetivo de Maastricht, un 2,93%. Como se ha indicado, en 1998 dicho crecimiento podría situarse en el 3,16%. Un crecimiento anual medio de 2,93% en 1997 supondría, con una probabilidad sobre el 60%, que se cumple con el criterio de Maastricht.

Para valorar la probabilidad actual estimada de alcanzar el objetivo de Maastricht pueden ser convenientes las siguientes consideraciones. Obsérvese, primero, que ni en noviembre de 1997 podrá haber certeza —probabilidad del 100%— de que se va a cumplir el objetivo de Maastricht por baja que sea la inflación observada a lo largo de los meses transcurridos de 1997. La certeza en todo caso se tendrá a posteriori al conocer el dato de diciembre de 1997. En este contexto, si con el transcurso de los meses se mantuviese la estimación del límite superior de Maastricht entre el 3—3,2% y la predicción de inflación media en España para 1997 en el 2,93%, con el mero paso de los meses iría aumentando la probabilidad de cumplir con el objetivo de inflación, de modo que en noviembre de 1997 estaría próxima al 100%. Por el contrario, para tener ahora una probabilidad del 99% —casi certeza— de que se va a cumplir con el objetivo de Maastricht sería necesario que ahora la predicción puntual de la tasa de inflación media para 1997 se situase sobre el 1%, lo cual resulta claramente exagerado y ciertamente muy distante del 2,93% mencionado. Se puede concluir, por tanto, que unos niveles del 50—60% (si se fija el límite máximo entre el 3,2%) como los que se tienen actualmente parecen aceptables.

Si se acepta la argumentación anterior y asumiendo que el objetivo de Maastricht se cumple, la cuestión que ya ha empezado a aflorar (véase BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, nº 24 y 25), y así se lo tiene que estar planteando el Banco de España, es cuál puede ser un objetivo de inflación deseable y factible para 1998 y 1999 y cuáles son las principales amenazas para que ese nuevo objetivo no se cumpla. Todo ello trata en la sección siguiente.

#### **IV. PERSPECTIVAS, OBJETIVOS Y PROBLEMAS EN LA INFLACIÓN ESPAÑOLA DURANTE EL TRIENIO 1997-1999**

La sección anterior ha concluido apuntando que

existe una probabilidad razonable de alcanzar el objetivo de inflación de Maastricht. Incluso, en opinión de este autor, esta probabilidad es mayor que la de alcanzar el objetivo de déficit público. Sobre los presupuestos de 1997 el lector interesado puede consultar López i Casanovas (1996), donde se realiza un análisis riguroso, realista y esperanzador sobre los mismos. En lo referente a la cuestión de cuál de los dos objetivos, inflación y déficit público, es más probable que se acabe cumpliendo en la economía española, puede producirse bastante confusión debido a una creencia muy generalizada. Según ésta, si a lo largo de 1997 el cumplimiento del objetivo del déficit público está realmente amenazado será posible aplicar medidas correctoras sobre el gasto y, quizás, incluso sobre los ingresos, y ciertamente se tendrá la posibilidad de realizar, si es necesario, una aplicación favorable de los criterios contables. Por el contrario, el criterio de inflación se evalúa sobre índices contruidos sobre precios tomados en los mercados y la posibilidad de actuar sobre ellos, si a lo largo de 1997 se ve amenazado el objetivo de inflación de Maastricht, queda, aparte de ciertas acciones sobre los precios administrados que son limitados y tienen escasa repercusión en la tasa del IPC, reducida a nuevas acciones desde la política monetaria, cuyos efectos se transmitirían a los precios principalmente después de 1997. En qué medida el margen de maniobra que se cree que existe sobre el déficit público es realista no es objeto de análisis de este trabajo, pero si se produce un margen de acción en la evaluación del cumplimiento del objetivo del déficit por la aplicación de los criterios contables, será difícil que se niegue el cumplimiento del objetivo de inflación a un país que haya situado a lo largo de 1997 su tasa de inflación próxima al 3%, pero por debajo, y sobre el mismo existen predicciones de consenso de que dicha tasa va a continuar por debajo de dicho 3% en 1998 y 1999. Es decir, si se cumple el objetivo de inflación para 1997 fijado por el Banco de España, también se cumpliría, según las predicciones discutidas en las secciones anteriores, con el objetivo de Maastricht, pero si manteniendo lo primero no se cumple lo segundo, difícilmente por este único motivo un país quedaría excluido de la UEM. La opinión que se intenta expresar en estas líneas es que para la economía española es más probable que se cumpla formal y literalmente con el objetivo de inflación que con el objetivo de déficit público y si el cumplimiento no es automático, sino que ha de resultar de una interpretación en el seno de la UE, será más fácil conseguir una interpretación favorable en cuanto al criterio de inflación siempre que se haya cumplido el objetivo del Banco de España que en cuanto al déficit público.

De lo anterior no se desprende en absoluto que en la economía española no exista, internamente y

en relación con otras economías europeas, todavía un problema de inflación. En efecto, en la sección III se señala que la tasa de inflación del IPC para la media de 1998 se predice en el 3,16%, es decir, dos décimas por encima de la media prevista para 1997. Por otra parte, se ha visto también que la inflación europea tiende a valores sobre el 2,3%. Con estos datos, ¿cuál puede ser el objetivo de inflación a medio plazo que fije el Banco de España para después de 1997, de modo que tal objetivo sea deseable y factible?

Independientemente de que se entre en la UEM el nuevo objetivo tendrá que ser la convergencia hacia la tasa de inflación europea, tal como se argumenta en el número 25 del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO, en el que se basan los párrafos siguientes. La formulación del objetivo podría consistir en situar la inflación española de forma estable por debajo del 2,5%. De acuerdo con las predicciones anteriores la probabilidad estimada de alcanzar dicho objetivo en 1998 es hoy en día pequeña, aunque ciertamente no es despreciable. Así pues, este objetivo puede contemplarse como factible pero todavía con dificultades importantes para ser alcanzado.

Para analizar dónde se sitúan estas dificultades conviene volver a las predicciones desglosadas del IPC comentadas en la sección III. La primera cuestión a señalar es que las tasas de crecimiento anual medio para 1998 en el IPC e IPSEBENE apenas difieren entre sí, indicando que los precios de los alimentos no elaborados (ANE) y de los bienes energéticos (ENE) van a tener una contribución neutra a la tasa de crecimiento del IPC, en el sentido de que los índices ANE y ENE no modificarán prácticamente las tasas resultantes a partir de los componentes que configuran el IPSEBENE. En estos componentes se aprecian comportamientos diferenciados. En el componente índice de precios de bienes elaborados no energéticos (BENE), los precios referidos a bienes alimenticios (AE) se distingue en su evolución de los correspondientes a las manufacturas (MAN). Para los primeros se predice una tasa media en 1998 del 1,82%, con lo que contribuyen favorablemente a situar la inflación por debajo del 2,5%. Sin embargo, para los precios de las manufacturas se predice una tasa de 3,33%. Esta tasa es bastante representativa para el 55% de los precios de las manufacturas en la cesta del IPC y baja para los precios de los automóviles, que suponen el 17,5% del índice MAN. Los precios de las manufacturas han empeorado su diferencial de inflación respecto a Europa y han constituido un freno a que se redujera el diferencial en el IPC. Para luchar contra la inflación en estos mercados parecen necesarias medidas legales y de todo tipo que fomenten la competencia en la distribución y comercialización de

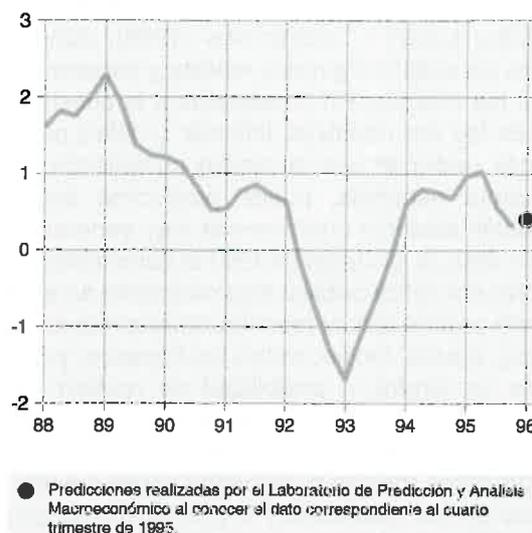
las manufacturas, anulando o suavizando las limitaciones a la libertad de horarios comerciales, reduciendo las limitaciones a la apertura de centros comerciales y de establecimientos específicos, etc.

Respecto al componente restante del IPSEBENE, los precios de los servicios (SERV), se predice una tasa de crecimiento anual medio del 3,68% en 1998. Este índice durante la última crisis económica redujo mucho su tasa de crecimiento acumulado anual que a finales de 1992 estaba en el 10% y la ha continuado reduciendo —véase gráfico núm. 5— recientemente con el episodio de atonía en el crecimiento de la demanda interna que comenzó a mediados de 1995 (véase gráfico núm. 10). El índice SERV ha sido el componente del IPC que más ha contribuido en los últimos cuatro años a que se redujera el diferencial de inflación con Europa, pero al mismo tiempo continúa siendo el componente más inflacionista del IPC y con tal característica se proyecta en el trienio 1997–1999.

Los servicios se encuentran poco abiertos a la competencia internacional, abordan una demanda creciente en el sentido de que la cesta de la compra de los consumidores tiende a incluir cada vez mayor porcentaje de la misma en servicios y con frecuencia al consumidor le resulta difícil y excesivamente costoso conseguir información sobre las alternativas existentes en el mercado. Todo ello favorece un mayor incremento en los precios en los servicios que en los precios de los mercados de bienes. Así, la lucha contra la inflación requiere acciones específicas sobre el sector de servicios, en concreto la introducción de medidas que favorezcan la competencia, como, por ejemplo, una nueva y adecuada reglamentación de los colegios profesionales, y medidas que faciliten la información de la calidad de los servicios y sus correspondientes precios a los consumidores. En cuanto a exponer y facilitar información a los posibles clientes, los productores de servicios están sometidos a una regulación mucho más laxa que los productores y distribuidores de bienes. Esfuerzos en esta dirección son necesarios y una medida útil podría ser obligar a las empresas de servicios a someterse a auditorías de calidad e informar a los posibles clientes de los resultados de las mismas.

En la formación de los precios el excedente empresarial y las rentas salariales son factores determinantes, por lo que se deben eliminar incentivos adversos y rigideces en el proceso de generación de tales excedentes y salarios. Así, la posibilidad de recurrir a subvenciones públicas, estatales o autonómicas, tras de una mala gestión o falta de previsión empresarial deben eliminarse, pues de lo contrario el empresario incluye la posibilidad de subvención en su proceso de maximización de beneficios y

**GRÁFICO NÚM. 10**  
**DEMANDA INTERNA**  
**Tasas trimestrales**



Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid).

puede concluir tomando decisiones sobre precios que no se acomoden a la evolución de la competencia a la que se enfrenta. Asimismo, la negociación de las rentas salariales necesita realizarse teniendo en cuenta las condiciones concretas de cada empresa.

En cuanto a la política macroeconómica se tiene en estos momentos una política fiscal encaminada a conseguir el objetivo de déficit público y la política monetaria mantiene unos niveles restrictivos que ya han sido comentados. Así pues, para converger en inflación con Europa no se plantean como necesarios tanto cambios importantes en dichas políticas, como los tipos de reformas estructurales discutidas anteriormente, así como los cambios en el comportamiento de los agentes económicos que se comentan a continuación.

En efecto, la aparente resistencia a que los precios al consumo se sitúen clara y firmemente en tasas inferiores al 3%, tendiendo a una cierta tasa de convergencia europea, viene favorecida por la lentitud con la que los agentes económicos están asimilando que los niveles de inflación en la economía española han cambiado de forma importante y, sobre todo, están avocados a converger con mayor o menor coste a las tasas europeas. Con niveles de inflación estables y bajos, la estrategia por parte de los agentes de intentar mantener su poder adquisitivo tiene, en primer lugar, que hacerse a partir de un cálculo correcto que incluya las nuevas tasas hacia las que tiende la inflación y no sobre la base de tasas anteriores, correspondientes a un periodo de

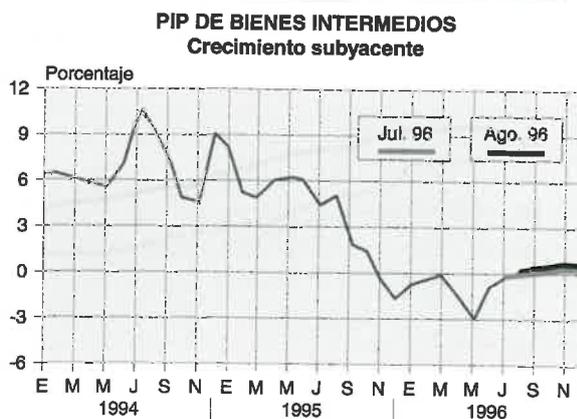
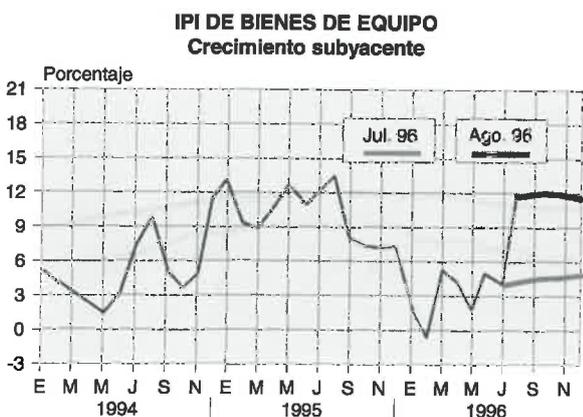
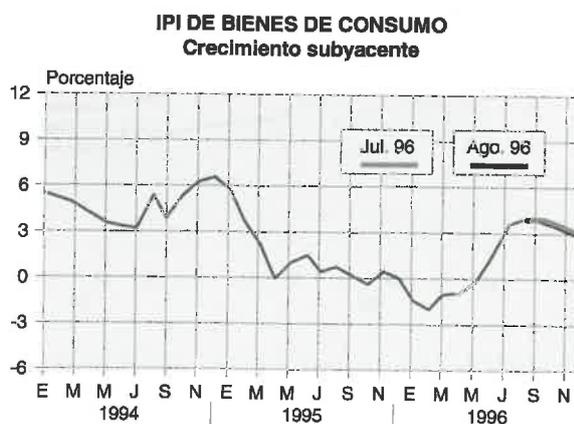
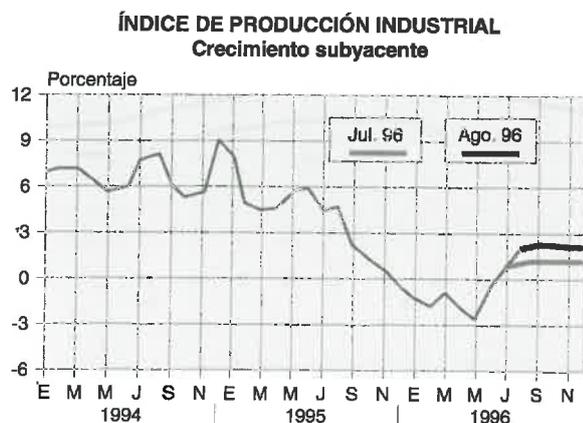
fueres desequilibrios que se están superando. Para este "cálculo correcto" de expectativas de parte de los agentes se necesitan indicadores fiables más allá de los objetivos gubernamentales y en este sentido la evolución de los tipos de interés, tal como se comenta más adelante, no muestra la señal firme que los agentes necesitan. En segundo término, la estrategia de mantenimiento del poder adquisitivo puede y debe ser más flexible. Con tasas de inflación bajas, la inmediatez en recuperar o mantener el poder adquisitivo pierde importancia relativa en favor de consideraciones que favorezcan el afianzamiento de las fuentes generadoras de rentas, de modo que los agentes disponen de horizontes temporales más amplios en los que organizar adecuadamente la producción y rentas que generan. Esto es la validez tanto en la estrategia de generación de beneficios empresariales como en la estrategia sindical seguida en los procesos de negociación salariales.

Esta incertidumbre existente sobre la asimilación del nuevo nivel en las expectativas de inflación por parte de los agentes pone ciertamente en peligro posibles avances en la lucha contra la inflación en el futuro próximo y ello debe estar siendo valorado con

preocupación en el Banco de España, en un marco en que la recuperación económica está siendo más débil de lo esperado como se pone de manifiesto en los gráficos núm. 10 y 11.

En todo este contexto, el nuevo objetivo de inflación a medio plazo que se fijará el Banco de España consistirá en converger a una tasa europea sobre el 2,3% y quedará la cuestión de si alcanzarla en 1998 o 1999. El horizonte de 1999 supondría que durante 1998 se pretendería consolidar la inflación por debajo del 3%, aspecto que de acuerdo con las predicciones comentadas en la sección III no está todavía asegurado, y aspirar en 1999 a tasas de inflación estables inferiores al 2,5%. Para este objetivo la política monetaria tendrá que ser extraordinariamente vigilante y las posibles nuevas bajadas de tipos de interés vendrán determinadas por los presupuestos finalmente aprobados y por el nivel de aceptación e incorporación de estas expectativas de inflación por parte de los agentes económicos. Reticencias fuertes en este sentido podrían obligar al Banco de España a una acción más rápida y establecer el objetivo de convergencia con la inflación europea en 1998, en cuyo caso difícilmente se producirían

GRÁFICO NÚM. 11



Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Universidad Carlos III de Madrid).

durante muchos meses nuevas bajadas de tipos de interés.

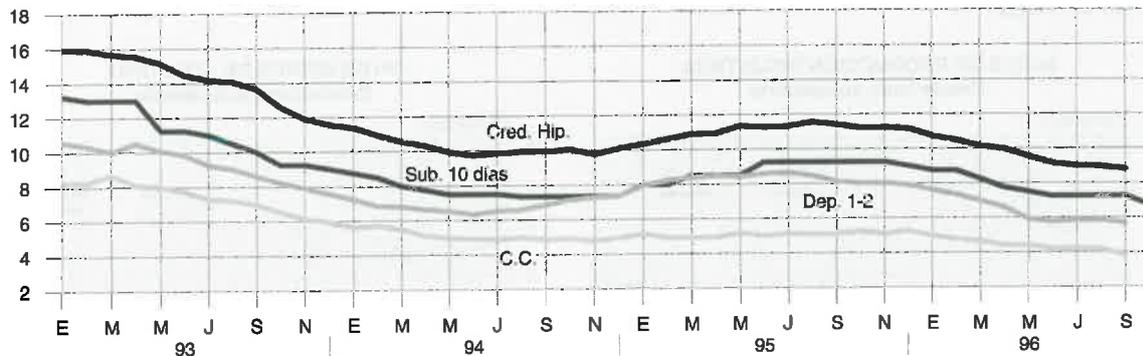
En la reflexión anterior se ha puesto de manifiesto el hecho de que los agentes económicos puedan acceder a indicadores de expectativas de inflación y actúen de forma consecuentemente con ellas se convierte en estos momentos en un elemento importante para la lucha contra la inflación. En este sentido los movimientos de tipos de interés nominales constituyen un indicador que incorpora las expectativas de precios. Por ello es necesario que el sistema financiero sea realmente competitivo, eficiente y con información muy fluida hacia el público, de modo que caídas en las expectativas de inflación se puedan reflejar de inmediato en descensos en los tipos de interés nominales. El que los tipos de interés nominales en préstamos al consumo con garantía personal se sitúen en estos momentos sobre el 10 y el 11%, cuando la inflación esperada no supera el 3%, refleja que es necesario aumentar la flexibili-

dad, información y competencia en el sector financiero.

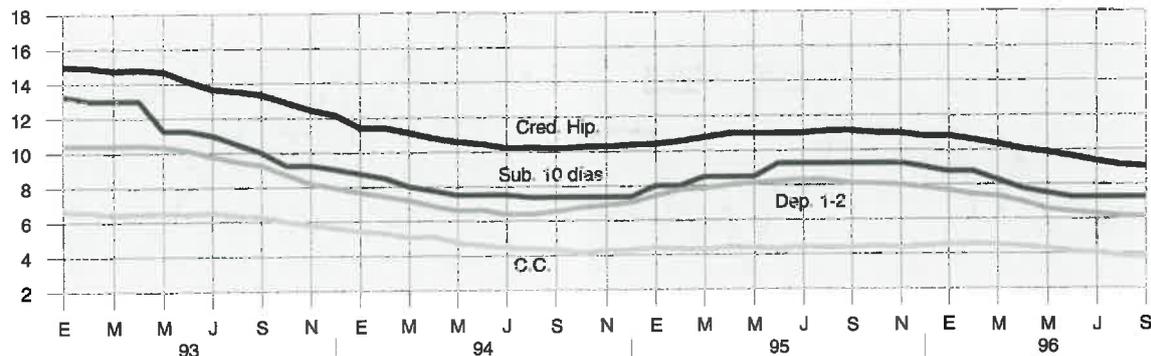
En el gráfico núm. 12 se recogen determinados tipos de interés de activo y pasivo aplicados por las cajas de ahorro y los bancos. Las expectativas de inflación que los agentes económicos pueden derivar actualmente de dichos tipos sólo son compatibles con el objetivo de inflación del Banco de España si se concluye que los tipos de interés reales tienen unos niveles muy elevados. Éste es ciertamente el caso, lo que conduce a la sugerencia hecha al final del párrafo anterior, y de forma más general a realizar un planteamiento de la evolución que en estos momentos está tomando el sistema financiero español. En Ontiveros (1996) se ofrece una buena reflexión sobre tal evolución, señalando la tendencia existente de nuevo hacia la banca universal en detrimento del desarrollo de los mercados financieros como fuerza dominante del sistema. Ontiveros (1996) concluye planteando la cuestión de "si

GRÁFICO NÚM. 12

**II. TIPO DE INTERÉS DE LOS BANCOS: CRÉDITO HIPOTECARIO (Cred. Hip.), CUENTAS CORRIENTES (C.C.), DEPÓSITOS A 1 AÑO Y MENOS DE DOS (Dep. 1-2) Y BANCO DE ESPAÑA, SUBASTAS A 10 DÍAS (TIPO MARGINAL) (Sub. 10 días)**



**TIPO DE INTERÉS DE LAS CAJAS: CRÉDITO HIPOTECARIO (Cred. Hip.), CUENTAS CORRIENTES (C.C.), DEPÓSITOS A 1 AÑO Y MENOS DE DOS (Dep. 1-2) Y BANCO DE ESPAÑA, SUBASTAS A 10 DÍAS (TIPO MARGINAL) (Sub. 10 días)**



Fuente: Banco de España.

este renovado interés de la banca en la industria garantiza la mejora en las condiciones de eficiencia del sistema financiero y, desde luego, del conjunto de la economía española".

En conclusión la inflación no está todavía muerta en España. Las políticas monetarias y fiscales emprendidas van en dirección adecuada para luchar contra ella, pero en absoluto son suficientes. Se requieren además reformas estructurales en distintos sectores y mercados del tipo de los comentados en esta sección y medidas que aumenten la información que se facilita a los consumidores. A nivel microeconómico es muy importante que los agentes puedan acceder a expectativas fiables de inflación y, sobre todo, que actúen en consecuencia con ellas. Todo esto supone un proceso de mejora de las condiciones de eficiencia de la economía española y en tal proceso es necesario también introducir una mayor flexibilidad del sistema financiero, planeándose al mismo tiempo la orientación que se desearía propiciarle.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de España (1996), *Informe sobre la inflación*, septiembre.
- Espasa, A. y J.R. Cancelo (eds) (1993), *Modelos Cuantitativos para el Análisis de la Coyuntura Económica*, Alianza Editorial, Madrid.
- Espasa, A., M.C. Manzano, M. LL. Matea y V. Catasús (1987), "La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología", *Boletín Económico*, Banco de España, marzo, págs. 32-51.
- Espasa, A y F. Lorenzo (1995,a), "Una propuesta de análisis desagregado de la inflación a través de indicadores adelantados", *Papeles de Economía*, nº 62, págs 308-321.
- (1995,b), "El empresario y el directivo ante los datos obre la inflación. Diagnóstico sobre la situación actual", *El anuario del empresario*, 1995.

Espasa, A., A. Molina y E. Ortega (1984), "Forecasting the rate of inflation by means of the consumer price index", ponencia presentada al Congreso Internacional sobre Predicción, Londres, junio y recogida en el *Documento de Trabajo* 2416 del Servicio de Estudios del Banco de España.

López I Casasnovas, G. (1996), "El presupuesto de 1997: el reto del rigor de los procedimientos presupuestarios de control de gasto para ganar credibilidad", *Boletín IPC de Análisis Macroeconómico*, nº 25, octubre, págs 15-21.

Ministerio de Economía (1996), *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado*, septiembre.

Ontiveros, E. (1996), "Privatizaciones y sistema bancario", *Boletín IPC de Análisis Macroeconómico*, nº 25, octubre, págs 31-33.

#### NOTAS

(\*) Presentado en las *XV Sesiones de Trabajo de Tesorería*, 14-15 de noviembre de 1996, Pamplona.

**Nota de la Redacción:** Estando este trabajo en imprenta, se ha conocido el dato del IPC de Noviembre de 1996. Dado el carácter analítico y metodológico del artículo, hemos preferido respetar su versión inicial, ya que los nuevos datos no afectan sustancialmente a su argumentación básica.

(1) Este trabajo ha sido realizado dentro de los proyectos PB95-4299 y APC95-0090 de la DGICYT y ha sido patrocinado por la Fundación Universidad Carlos III de Madrid. Fernando Lorenzo, José Manuel Martínez, Edita Pereira y Eva Senra, participaron en la obtención de los resultados cuantitativos utilizados en este trabajo.

(2) Las consideraciones de inflación subyacente a partir del IPSEBENE siguiendo los fundamentos establecidos en el artículo inicial aparecen en publicaciones oficiales como el *Informe sobre la inflación* del Banco de España de septiembre de 1996, la *Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado de 1997 del Ministerio de Economía*, etc.

(3) Estoy agradecido a Carlos Tejedor de la embajada de Suecia en Madrid por sus comentarios sobre la inflación en Suecia.

## LA CREDIBILIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

*Analistas Financieros Internacionales*

### Cambios en los objetivos e instrumentación de la política monetaria

La Ley de autonomía del Banco de España, aprobada en agosto de 1994 con el objeto de cumplir las disposiciones del Tratado de Maastricht de cara a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, ha tenido implicaciones importantes en el planteamiento y ejecución de la política monetaria. Aunque el objetivo final de la política monetaria sigue siendo la estabilidad de los precios, la instrumentación deja de realizarse en dos etapas, esto es, con el control de los agregados monetarios como objetivo intermedio, para centrarse en el control directo de la inflación.

Ello es así porque la relación entre los distintos agregados monetarios y el gasto nominal se había vuelto, al igual que en otros países, cada vez más compleja y difícil de interpretar. Detrás de este hecho se encuentra la prácticamente absoluta libertad de movimientos de capital y el desarrollo de los propios mercados financieros. Además de esta complejidad en la relación entre el objetivo intermedio y el final, el control de la evolución de los agregados monetarios con los instrumentos disponibles por los bancos centrales era cada vez menor. A esto se unía además el reconocimiento implícito de que la inflación no es un fenómeno exclusivamente monetario, siendo también el resultado de otros factores como la propia estructura del sistema económico y la descompensación del conjunto de las políticas económicas.

En definitiva, el seguimiento de otras variables además de los agregados monetarios parecía obligado a la hora de valorar las tendencias inflacionistas y, por tanto, de instrumentar la política monetaria. Entre estas variables —que hacen más compleja la función de reacción de la autoridad monetaria— están los indicadores de precios, tanto el IPC y sus componentes como otros índices, los salarios y costes laborales unitarios, los márgenes empresariales, la presión de la demanda, la evolución de la política fiscal y del déficit público, el tipo de cambio de la peseta y la curva de rentabilidades y diferenciales de tipos de interés con otros países.

Aunque los agregados monetarios pierden el

carácter de objetivo intermedio de la política monetaria, lo que representa una de las modificaciones formales más importantes en la instrumentación de la misma, la evolución de los Activos Líquidos en Manos del Público (ALP), convenientemente depurada en caso necesario por efectos de índole financiera, mantiene la consideración de indicador privilegiado. De hecho, el Banco de España fijó para el período 1995–1997 en un 8% anual el crecimiento de los ALP compatible con el objetivo de inflación a medio plazo: situar la inflación de forma estable por debajo del 3% a lo largo de 1997.

El seguimiento y la interpretación de esta "cesta de indicadores" se plasma, con carácter semestral, en un informe sobre la evolución de la inflación, informe que otorga mayor transparencia, y por tanto credibilidad, a la instrumentación de la política monetaria. Asimismo, el Gobernador del Banco de España da cuenta de forma regular a las Cortes Generales y al Gobierno de los objetivos y la ejecución de la política monetaria. Adicionalmente, el Banco de España debe publicar los objetivos generales de la política monetaria y los procedimientos de instrumentación previstos al menos anualmente.

### La política monetaria en 1995

La actuación de las autoridades monetarias en 1995 estuvo orientada a perseguir los objetivos de inflación a medio plazo trazados en el nuevo diseño de la política monetaria que comenzó a instrumentarse en dicho año, en el marco de la recién estrenada autonomía del Banco de España. Tales objetivos consistían en situar de forma gradual y permanente la tasa de inflación por debajo del 3% a lo largo de 1997, siendo compatible el alcance de dicho objetivo con un crecimiento del IPC en los primeros meses de 1996 comprendido entre el 3,5% y el 4%. Al iniciarse el año 1995, se acumularon un conjunto de factores potencialmente desestabilizadores para la inflación que llevaron al Banco de España a endurecer el tono de su política monetaria desde el comienzo del año.

Así, el día 4 de enero el Banco de España elevó el tipo de intervención decenal, que permanecía invariable desde agosto de 1994, en 65 puntos bá-

sicos (p.b.), hasta el 8%. Con esta medida pretendía hacer frente al riesgo de que las subidas practicadas para 1995 en el IVA y otros impuestos indirectos afectaran a los objetivos de inflación para el medio plazo. Posteriormente, el 14 de marzo el banco emisor volvía a elevar en medio punto (del 8% al 8,5%) el tipo marginal de intervención decenal con el fin de prevenir las tensiones inflacionistas derivadas de la devaluación de la peseta, de un 7%, que tuvo lugar el 6 de marzo, a petición de las autoridades españolas, ante la imposibilidad de contener su caída como consecuencia de los recurrentes episodios de inestabilidad cambiaria registrados desde principios del año. Finalmente, el 1 de junio el tipo de intervención se situaba en un 9,25% ante la inquietante trayectoria de los precios industriales impulsados por el alza de los precios de las materias primas en los mercados internacionales y por la ampliación de los márgenes del sector. De hecho, la inflación había alcanzado en el mes de abril niveles del 5,2% desde el 4,3% con que había finalizado el año 1994.

El endurecimiento del tono restrictivo de la política monetaria en la primera mitad del año favoreció, por una parte, que nuestra economía ganara credibilidad ante los mercados financieros internacionales, lo que se tradujo en una reducción del diferencial de los tipos de interés a largo plazo con los de las economías más estables de la Unión Europea. Por otra parte, mejoraron las expectativas de inflación para el segundo semestre. Cuando éstas se vieron confirmadas —para el mes de octubre el crecimiento interanual de los precios al consumo ya había retornado a niveles del 4,3% con los que finalizaría el año—, y en un contexto internacional caracterizado por descensos generalizados de los tipos de interés, el Banco de España procedió a reducir su tipo oficial de referencia en 25 p.b., hasta un 9%, el 22 de diciembre. No sólo la moderación de la inflación, sino también la desaceleración de la economía y la notable apreciación de la peseta a finales de 1995, contribuyeron a esta relajación de las condiciones monetarias en los últimos compases del año pasado, lo que constituyó el inicio de un proceso de descenso de tipos de interés que se prolongaría a lo largo de todo el año 1996 (gráfico núm. 1).

### La política monetaria en 1996

En su último informe económico de diciembre de 1995, el Banco de España ratificó su compromiso con el objetivo de precios a medio plazo: situar la tasa de inflación por debajo del 3% en 1997. Para su instrumentación durante el año 1996 se estableció una banda de referencia, coherente con el objetivo a medio plazo, según la cual, el crecimiento interanual del IPC debería estar entre el 3,5% y el

4% en los primeros meses de 1996. Pese al grado de exigencia del objetivo a medio plazo, el año 1996 se inició con unas expectativas de nuevos descensos del tipo decenal del Banco de España. Al clima bajista de los tipos de interés en Alemania (y en general en el resto de Europa) se unía el estancamiento del consumo, la desaceleración de la inversión y el descenso esperado en la tasa de inflación una vez desaparecido el efecto interanual de la subida del IVA en enero de 1995.

Estas expectativas se confirmarían el 12 de enero, con un recorte del tipo de intervención del Banco de España de 25 p.b., hasta el 8,75%. Posteriormente, tras las elecciones generales del 3 de marzo, y con los datos de la inflación de enero y febrero en la mano, que reflejaban una contención de las presiones inflacionistas superior a la anticipada (con un 3,7% en el último mes), la autoridad monetaria procedió a rebajar de nuevo el tipo decenal el 14 de marzo, esta vez en medio punto hasta un 8,25%. El hecho de que el diferencial con el tipo de intervención del Bundesbank se hubiera situado desde el mes de febrero en 545 p.b., cuando el diferencial de inflación entre España y Alemania se había reducido hasta los 200 p.b., habría explicado también este movimiento de la autoridad monetaria en nuestro país (gráfico núm. 2).

El nuevo descenso de la inflación en los meses de marzo y abril, hasta tasas del 3,4%–3,5%, permitió una relajación adicional de la política monetaria. Así, el 3 de abril el tipo decenal se modificó de nuevo a la baja en 50 p.b., movimiento que efectuó el Banco de España de forma autónoma, antes de que el Bundesbank decidiera una rebaja de su tipo de descuento también de medio punto, y el 7 de mayo se produjo un recorte adicional, de 25 p.b., hasta quedar situado en un 7,5%, muy cerca ya de los mínimos históricos alcanzados en agosto de 1994 (7,35%), justo cuando el Banco de España estrenaba su nuevo Estatuto de Autonomía. La última bajada del tipo de intervención del trimestre, llevada a cabo el 4 de junio por una cuantía de 25 p.b., vino asociada, no tanto a mejoras significativas constatadas en la evolución de la inflación, sino al compromiso de la política económica del nuevo gobierno con la consecución de los criterios de convergencia establecidos por el Tratado de Maastricht —con una atención especial al proceso de consolidación fiscal—. De hecho, tres días después el Consejo de Ministros aprobaba un paquete de reformas urgentes con el fin de modernizar e incentivar la economía e impulsar el empleo, que incluía tres conjuntos de medidas: de carácter fiscal y de fomento del empleo, de liberalización y desregulación de sectores y de apoyo a las Pymes.

Este último movimiento en los tipos de interés

GRÁFICO NÚM. 1  
IPC Y COMPONENTE SUBYACENTE.  
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL

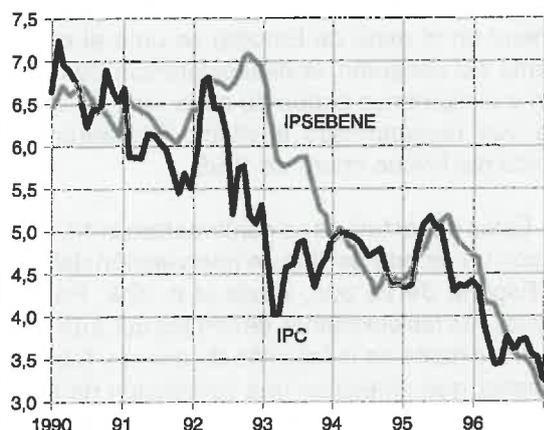


GRÁFICO NÚM. 2  
TIPOS OFICIALES EN ESPAÑA Y ALEMANIA

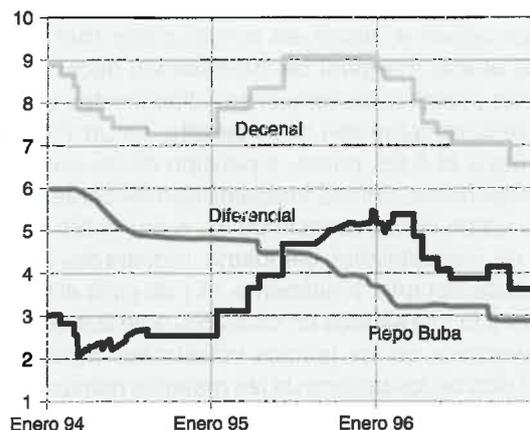
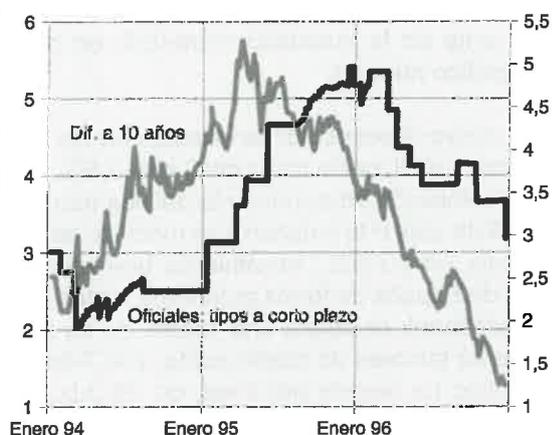


GRÁFICO NÚM. 3  
DIFERENCIALES DE TIPOS ENTRE ESPAÑA  
Y ALEMANIA



daría paso a un período de estabilidad durante el tercer trimestre. Por una parte, la tasa de inflación se mantuvo prácticamente inalterada en niveles del orden del 3,7%, hacia los que había repuntado en mayo como consecuencia de las tensiones en los precios de determinados alimentos sin elaborar y de la energía. Por otra parte, a finales de julio se conoció la existencia de insuficiencias presupuestarias, por un valor de 721 m.m. de pesetas, correspondientes a gastos realizados en ejercicios anteriores, lo que parecía poner en peligro la evolución de las cuentas públicas.

No obstante, tras la presentación del Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1997, con el compromiso de reducir el déficit del

conjunto de las Administraciones Públicas hasta un 3% del PIB desde el 4,4% previsto para 1996, el Banco de España decidió reducir en 50 p.b. su tipo de intervención. Ya en los meses anteriores había adelantado que reducciones en el tipo decenal sólo podían producirse, en el contexto de una tasa de inflación controlada, con un mayor grado de rigor en la política fiscal. Haciendo honor a este "criterio" la autoridad monetaria situó el tipo decenal en el 6,75%. La sustancial mejora de la inflación en los últimos meses del año, alcanzando un 3,2% en el mes de noviembre, ha permitido, finalmente, una nueva reducción del tipo marginal en la subasta decenal del Banco de España del 13 de diciembre, reducción de 50 p.b. que ha dejado el tipo de intervención en el 6,25%.

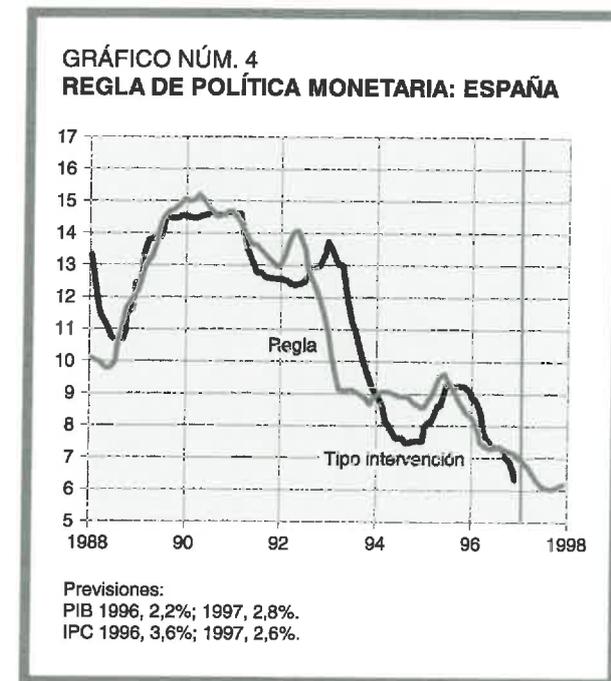
Con ello, se completa un recorrido a la baja a lo largo del último año de nada menos que tres puntos porcentuales, descenso similar al registrado por la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo, lo que pone de manifiesto la credibilidad de la que ha gozado la política económica ante los mercados financieros. Este hecho se pone aún más de manifiesto si se tiene en cuenta que en el mismo período la inflación acumuló un descenso inferior, de un punto, y que los recortes llevados a cabo por la autoridad monetaria alemana también fueron menores —el tipo *repo* a catorce días descendió sólo un punto—. Así, los tipos de interés reales en nuestro país acaban el año en niveles inferiores a los tres puntos, comparables a los registrados entre abril y noviembre de 1994, en pleno proceso de recuperación de la economía española tras la recesión de 1993, y el diferencial de tipos con el Bundesbank se sitúa ya en 325 p.b. (y el de la deuda a largo plazo en 125 p.b.) (gráfico núm. 3).

### ¿Qué cabe esperar a partir de ahora?

Atendiendo a una regla simple de política monetaria, que establece el tipo de interés de referencia del banco central en función de variables como la inflación, su desviación respecto al objetivo y el *output gap* —brecha entre el PIB real y el PIB potencial—, parece que el Banco de España se habría adelantado, con este último movimiento, a los fundamentos actuales de la economía. Sin embargo, si tenemos en cuenta en esta regla no la inflación actual sino las previsiones de inflación, quedaría explicada en su totalidad la reciente bajada de 50 p.b..

El único punto oscuro que subyace a esta explicación, por otro lado muy sensata en la medida en que las previsiones de fuerte recorte en la tasa de inflación para el próximo año están perfectamente fundamentadas, es el hecho de que de acuerdo a la regla modificada de esta manera, no se esperarían futuras bajadas en el tipo de intervención del BE, salvo que el recorrido futuro de la inflación fuese mucho más reducido de lo que descuentan nuestras previsiones —ruptura a la baja del 3% en marzo y un 2,5% hacia finales de año—. Bajo este escenario no le quedaría apenas margen adicional de recorte de tipos salvo que se produjera una mejora espectacular en la tasa de inflación.

Sin embargo, queda por considerar un factor adicional de enorme importancia, como es la posibilidad de que España entre en la tercera fase de la UEM en la fecha prevista: 1999. De acuerdo con este escenario, los movimientos de la autoridad



monetaria, manteniendo el objetivo principal del control de la inflación, pueden conducir a lo largo de 1997 a reducciones adicionales cuyo límite no será otro que el tipo de intervención que se espere para el euro y cuyo *timing* estará relacionado con el grado de cumplimiento de los criterios. Por ello, y con la vista puesta tanto en la moderación de la inflación como en la tercera fase de la UEM, cabe esperar que la senda de reducción en el tipo decenal del Banco de España no haya terminado todavía (gráfico núm. 4).



# ECONOMÍA INTERNACIONAL

## ACUERDO SOBRE EL PACTO DE ESTABILIDAD EN LA REUNIÓN CUMBRE DE LA UE EN DUBLÍN

*Ricardo Cortes*

Sin duda, la sombra de Duns Scoto, el escolástico irlandés del siglo XIV llamado el Doctor Sutil, se cernía sobre el castillo de Dublín –algo natural, se encontraba en su tierra– e inspiró a los jefes de Estado y de gobierno cuando, tras 24 horas de difíciles discusiones, aprobaron el texto del Pacto de Estabilidad, que trata de obligar a los miembros de la Unión Monetaria Europea (UME) a seguir una política fiscal ortodoxa evitando déficit excesivos. El pacto es de una sutileza y complejidad –algunos dirían oscuridad– que hace honor al Doctor Sutil. Aparentemente, es muy duro, como querían los alemanes, pero en realidad deja abiertas bastantes escapatorias, como querían los franceses, y más aún los mediterráneos –Italia, España, Portugal y Grecia–, asustados por la inflexibilidad teutónica representada por el ministro de Finanzas Theo Waigel, que, como buen bávaro, no tiene pelos en la lengua y es brusco cuando cree que tiene razón.

A pesar de su sutileza, la cuestión fundamental que el Pacto trata de resolver es de lo más sencilla: En caso de déficit presupuestarios excesivos en un país miembro, ¿se le impondrán sanciones automáticamente, sin deliberación alguna, como quería Alemania, o se debería dar un cierto margen al Consejo de Ministros para imponerlas o no, como querían Francia y los mediterráneos? Para resolverla, había que resolver también varias cuestiones derivadas: ¿Qué se entiende por déficit excesivos? ¿Qué organismo va a constatar su existencia? ¿En qué consisten las sanciones que se impondrán al culpable?

Trataremos de contestar a esas preguntas con la claridad posible, tarea nada fácil, dadas la complejidad y sutileza del texto aprobado, resultado de un difícil equilibrio impuesto por la necesidad de unanimidad. Pero, antes de contestarlas mencionaremos algo de mal augurio para el futuro de la UME:

en Dublín se han constatado que Alemania y Francia, cuya alianza ha sido hasta ahora el gran motor de la UME, empiezan a no entenderse en cuestiones básicas. En efecto, el ministro alemán de Finanzas, Waigel, y el ministro francés, Arthuis, chocaron duramente en dos reuniones mano a mano de varias horas, una a las 9 de la noche del viernes 13 y otra a las 2 de la madrugada siguiente. Waigel declaró que las peticiones francesas de máxima discrecionalidad política para fijar las sanciones en caso de déficit excesivos eran inaceptables.

Pero volvamos a las cuestiones mencionadas más arriba, automatismo o discrecionalidad en la imposición de sanciones a los culpables de déficit excesivos y qué órgano constatará la existencia de los mismos. Gracias a la intervención del primer ministro luxemburgués Juncker –que se reveló como un político de primera fila– y del ministro de Finanzas irlandés Quinn –como buen irlandés, un simpático humorista– se llegó a la siguiente solución alambicada, digna de Duns Scoto:

La Comisión Europea –que, según el Tratado de Maastricht, es el órgano competente para poner en marcha el procedimiento de constatación de déficit excesivos –considerará, *como regla general* (inciso importante que deja abierta la posibilidad de excepciones, algo que no les gusta nada a los alemanes) que déficit presupuestarios de un país miembro superiores al 3% del PIB serán excusables, y no se castigarán con sanciones únicamente si el PIB del país en cuestión ha bajado un 2% en un año.

La Comisión prepara un informe cuando el déficit presupuestario de un país miembro excede del 3%, y lo envía a los ministros de Finanzas, añadiendo si, en su opinión, se dan o no circunstancias excepcionales que eximen de sanción al país en

cuestión. Los ministros deciden, por mayoría cualificada, si el déficit es excusable o no. (Vemos, pues, que en esta cuestión fundamental los alemanes han tenido que ceder: la imposición de sanciones no será automática, la decidirá el Consejo de Ministros. Aquí los blandos, acaudillados por Francia, se han llevado el gato al agua).

Condición indispensable para que un país con déficit excesivo se libre de sanciones es que su PIB haya bajado durante un año a un ritmo del 2% (Aquí, por el contrario, los franceses tuvieron que ceder y admitir la demanda alemana de fijar una cifra de caída del PIB para que el país se libre de sanciones).

¿Y qué ocurrirá cuando la caída del PIB sea entre cero y 2%? ¿No existe el peligro de que un país alegre y confiado tenga déficit inferiores al 2% durante varios años, algo que según los severos alemanes acabaría por poner en peligro la estabilidad de la UME? (Aquí los alemanes son demasiado severos: con una política monetaria en manos del banco central europeo, empeñado en evitar la inflación, alguna libertad en la política fiscal hay que dejar a los gobiernos nacionales para animar su demanda global cuando ésta flaquea. ¡Bastante se les limita ya con el tope del déficit máximo del 3% del PIB! Si se les ata las manos del todo, la historia puede acabar en un estallido social).

Por fin, tras seis horas de discusiones, de nuevo gracias a una intervención del primer ministro luxemburgués, Juncker, se adoptó una solución intermedia: cuando la caída del PIB durante un año esté entre el 0,75 y el 2% el Consejo de Ministros decidirá si se imponen sanciones o no. A partir de la información de que disponemos hasta la fecha (esto se escribe el domingo 15 de Diciembre) no resulta claro qué pasará cuando la caída del PIB sea de entre cero y 0,75%.

Lo que tampoco resulta claro con la información de que disponemos hasta la fecha es la cuantía de las sanciones. ¿La fijará el Consejo de Ministros dentro de ciertos límites? ¿O han sido ya fijadas en Dublín en forma de un depósito sin interés en Bruselas (que sólo se devolverá si el culpable corrige su mala conducta fiscal) de un porcentaje fijo del PIB del culpable por cada punto del déficit excesivo? La cuestión es de una importancia fundamental. Si se da libertad al Consejo de Ministros para fijar la cuantía del depósito o multa es de temer que como, aparte de Alemania y otros países teutónicos —como

los escandinavos (por otra parte no demasiado deseosos de entrar en la UME)— todos los demás miembros presentes y futuros (es decir, los mediterráneos y excomunistas) no se distinguen ni mucho menos por su ortodoxia fiscal, cuando el Consejo de Ministros tenga que decidir sobre la cuantía del depósito venzan los permisivos, probablemente acaudillados por Francia, y el pacto de estabilidad se quede sin dientes, un escenario que seguramente causa pesadillas nocturnas a Herr Waigel.

¿Qué podemos pensar del resultado de la reunión de Dublín? El texto del Pacto de Estabilidad aprobado ¿garantiza suficientemente la estabilidad? ¿O es quizá demasiado severo?

Hoy por hoy, no se puede contestar a esta pregunta. Aparte de la cuestión de la cuantía de las sanciones recién mencionada, como en el fondo se ha impuesto —por más que diga otra cosa Herr Waigel— la postura francesa y mediterránea de que las sanciones no serán automáticas, sino que las impondrá el Consejo de Ministros por mayoría cualificada, todo depende de la composición de éste (recordemos que dentro de no muchos años serán miembros de la UE, y querrán entrar en la UME, países excomunistas con un fuerte pasado inflacionista) y de la ponderación de votos que se dé a cada país después de la ampliación de la UE a los países del Este.

Lo que parece claro es que la alianza francoalemana, pese a su solidez, tiene también fisuras. Para comprobarlo, ha bastado observar como en Dublín chocaban el ministro alemán Waigel, insistiendo en la necesidad de una cultura de estabilidad, y el ministro francés Arthuis, insistiendo en la absoluta necesidad de respetar la soberanía nacional. Traducido al lenguaje vulgar, esto quiere decir que Herr Waigel, y con él la gran mayoría de los alemanes, creen que la política monetaria es algo demasiado serio para dejarlo en las manos de una caterva de políticos que sólo piensan en ganar las próximas elecciones, y Mr. Arthuis cree que, aunque está muy bien que gracias a la UME la política monetaria francesa no dependa de lo que le parezca bien al Bundesbank, hay que impedir que un grupo de tecnócratas en Bruselas dicte al gobierno francés lo que tiene que hacer en política fiscal.

En suma: Alemania ha impuesto un pacto de estabilidad, pero Francia y los mediterráneos han conseguido suavizarlo.

## LA INFLACIÓN Y LA DESINFLACIÓN, EN ALGUNOS CONTEXTOS RECIENTES

*José Luis Ugarte*

La inflación y la desinflación contemporáneas han sido y son objeto reiterado de análisis en extremo solventes. Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional consagra un extenso capítulo de su último "World Economic Outlook" (Octubre de 1996) al tema del "Ascenso y caída de la inflación. Lecciones de la experiencia de posguerra". En él se encuentra competentemente recapitulado y expuesto cuanto de importante parece saberse hoy sobre las causas, los costes y las maneras de contener la inflación y sobre otras numerosas cuestiones con ella relacionadas.

Es difícil pues que una Nota como la presente aporte algo más de lo que ya está dicho y mucho mejor dicho. No obstante, cabe alegar que la Nota no tratará de exponer, de nuevo, los procesos y mecanismos del alza general de los precios, considerados en sí mismos. Su intención es la algo distinta de ofrecer unos cuantos comentarios sobre los contextos (o trasfondos o entornos) en que recientemente se han situado la inflación y la desinflación, lo que quizá resulte algo menos redundante.

En efecto, pese a la creciente globalización de la economía mundial, tales contextos varían substancialmente según los períodos, los países y otras muchas circunstancias; también según las ideas o ideologías que sobre la inflación se profesen y según el grado en que se tolere o rechace por las sociedades y los gobiernos. Por ejemplo, forma parte muy específica de este entorno en Alemania, como bien se sabe, la mayor aversión de la opinión pública germana a las alzas de precios. Antes de la crisis del petróleo, los incrementos del PIB real en las economías de la OCDE parecían enjugar con facilidad la expansión de la demanda y las fuertes alzas de salarios, manteniendo índices de inflación relativamente bajos. Hoy, el crecimiento acelerado se ha trasladado a las economías "emergentes" de Asia. Antes, casi todos los Gobiernos parecían dispuestos a sacrificar en algo la estabilidad de precios al mantenimiento del empleo; hoy parece ocurrir lo contrario. Los precios eran perfectamente estables en las economías de tipo soviético; pero no eran precios de mercado ni en realidad precios propiamente dichos.

La presente Nota intentará formular algunas

consideraciones sobre algunos de los contextos de este género que recientemente han condicionado los factores y mecanismos que a su vez, y de manera ya más próxima y directa, condicionan la inflación o la desinflación. Tratará así, dentro de sus modestas pretensiones, de poner de relieve la importancia de las causaciones —no sólo económicas— que actúan detrás o más allá de las causas inmediatas —y casi por definición monetarias— de la subida de los precios y de sus aceleraciones o desaceleraciones.

La Nota no se ocupará del caso español, sobre el que versan otros trabajos publicados en este mismo número de *Cuadernos*.

### **Andante de los precios durante el crecimiento acelerado**

Durante los buenos tiempos de los (ya bastante remotos) años cincuentas y sesentas, las economías de la OCDE lograron una excepcional combinación de resultados favorables, tan sin precedentes como, según luego se ha comprobado, irreplicable. Se unieron en ella el crecimiento muy rápido del PIB real, el casi pleno empleo y una razonable estabilidad de precios (véase cuadro núm. 1). La media anual de incremento del PIB, en términos reales, estuvo para el conjunto de la OCDE, desde 1950 a 1973, en torno al 5%, cota nunca antes alcanzada durante un período de tiempo algo prolongado. El empleo llegó, en prácticamente todas las economías del área, al pleno empleo y en varias lo superó, puesto que la demanda insatisfecha de mano de obra dio lugar a importantes corrientes inmigratorias. Entre 1950 y 1973, la tasa media anual de inflación se situó en aproximadamente un 4%; y casi en un punto menos, si eliminamos de la serie los dos ejercicios correspondientes a la guerra de Corea (los de 1951 y 1952) y los primeros años setentas, cuando esta tasa anticipó ya considerablemente las que habían de registrarse durante la crisis del petróleo.

Cierto que la estabilidad de los precios en estos dos decenios de los cincuentas y sesentas no fue perfecta. Se compara desfavorablemente con la experimentada en períodos anteriores: el alza de los

CUADRO NÚM. 1  
LOS AÑOS DEL GRAN AUGE

	1950-59(*)	1960-69	1970-73	1950-73
Inflación .....	4,0	3,8	5,7	4,1
Crecimiento.....	4,9	5,1	4,7	4,9
Paro .....	3,0	3,1	3,4	3,2

(\*) Incluye sólo dieciséis países de la actual OCDE.

NOTAS:

Inflación: incremento anual medio del índice de precios de bienes de consumo. Crecimiento: incremento anual medio del PIB real. Paro: porcentaje anual medio del paro sobre la población activa.

Fuentes. Antes de 1950, Angus Maddison: "Dynamic Forces in Capitalist development", Oxford 1991. Después de 1950, OCDE: "Historical Statistics 196086". París 1988.

precios entre 1870 y 1913 se estima en sólo un 0,4% anual. No obstante, medias del 4% ó del 3%, como las que se acaban de mencionar, estaban probablemente compensadas, en muy buena medida, por el progresivo aumento de la calidad de los productos o de muchos de ellos, así como por cambios en las pautas de consumo; y constituyen un nivel de inflación que no parece introducir una distorsión demasiado grave en el círculo de rentabilidades, al menos a corto plazo. Plantea ya sin embargo el problema social y político básico de toda subida generalizada de los precios: el de la reducción del contenido real de las rentas nominales que no se las arreglen para seguirla. Pero lo hace de forma todavía moderada. A suavizar el impacto de la inflación en los años cincuentas y sesentas contribuyó también el que sus tasas variaran poco a lo largo del tiempo. Fueron más importantes las diferencias de la inflación según países, que condujeron a devaluaciones (y revaluaciones) forzadas por crisis de balanzas de pagos.

¿Cómo se explica la compatibilidad de una inflación en resumidas cuentas tan moderada con un crecimiento tan fuerte del PIB y un nivel de empleo tan elevado, a lo largo de veinte años? Hay, por supuesto, muchas explicaciones a las que recurrir; probablemente, la principal de todas tiene un carácter bastante circular. La gran causa de la estabilidad de precios durante estos dos decenios estuvo precisamente, cabe pensar, en el impetuoso crecimiento del PIB. Cualesquiera fueron los méritos y éxitos de las políticas económicas anti-inflacionistas por entonces practicadas, el gran antídoto de la inflación no debió ser otro que la fortísima expansión de la oferta de bienes y servicios. Entre 1950 y 1973, en un período de tiempo bastante menor del que se suele suponer que corresponde a una generación, el PIB per cápita real de la OCDE casi se triplicó, incremento que basta y sobra para cambiar radicalmente el nivel y la forma de vida de las sociedades. Y este es el componente decisivo del contexto por el que aquí nos preguntamos.

Por otra parte, ¿cómo se produce esta asombro-

sa multiplicación del PIB y los sucesivos "milagros económicos" que en aquellos años ocurrieron? La respuesta más satisfactoria que parece que cabe dar a esta segunda pregunta no tiene esta vez nada de circular. La gran aceleración del crecimiento económico de los países OCDE en los cincuentas y sesentas refleja primordialmente un intensísimo proceso de "catching-up", de "dar alcance", a través del cual las economías menos adelantadas del área se aproximaron a las más "adelantadas" y "acortaron distancias" respecto a ellas. La difusión de las innovaciones técnicas y de cualesquiera otro orden, desde unas economías a otras; la imitación de las tecnologías, incorporadas a unos y otros equipos, y de las formas de organización etc. constituyen siempre un factor fundamental del desarrollo económico. En ciertas circunstancias y coyunturas, este factor puede actuar con especial fuerza. Así ocurrió precisamente en la OCDE de aquellos años, cuando las distancias entre las economías más y menos adelantadas eran inicialmente muy amplias, pero las oportunidades que se ofrecían a la imitación y difusión eran tales que permitían acortarlas con facilidad. A principios de los cincuenta, en Europa Occidental y Japón las productividades eran sólo una fracción de los observables en EE.UU.; hacia 1973, estas diferencias se habían empequeñecido o habían desaparecido, en muchos casos. El proceso de "catching-up" tuvo lugar de una forma que en gran medida cabe considerar autónoma y espontánea, sin que las Políticas económicas de los distintos gobiernos añadieran quizá de forma decisiva a él. Mostró el "catching-up" enorme vigor mientras duró; aunque, por razones obvias —por pura lógica, digamos— no podía durar indefinidamente.

Los gobiernos de la época tuvieron así la fortuna de cosechar los frutos de un crecimiento económico excepcional que sólo limitadamente podía serles atribuido. Tales frutos se materializaban, desde su punto de vista, ante todo en el desbordante incremento de los ingresos impositivos, con que financiar el establecimiento y rápida expansión del Estado de Bienestar. En mayor o menor medida, por él optaban todos los gobiernos, cualquiera que fuera su composición política. De la inflación misma las autoridades tuvieron por entonces que ocuparse relativamente poco, porque no se lo exigía. Hasta casi el final del período, la inflación que se estaba experimentando siguió pareciendo un precio muy aceptable del boom ininterrumpido.

No obstante, había por lo menos dos motivos para recordar que el tigre inflacionista, aunque alestargado, no había fallecido. Por un lado, las ya aludidas periódicas crisis en los mercados de cambios, determinadas primordialmente por los diferenciales de la inflación en los distintos países. Acababan en devaluaciones más o menos traumáticas y

en las consiguientes medidas restrictivas, causantes de los por entonces famosos "stopgo" británicos y otros. Además, las alzas salariales por encima de los incrementos de productividad eran una preocupación permanente de los gobiernos; reflejaban la inflación y a la vez la causaban. Las llamadas "políticas de rentas" trataban —en general, sin mucho éxito— de persuadir a los sindicatos de que se contentaran con menores alzas de salarios de las que de hecho podían conseguir. La inflación en tiempo relativamente lento siguió así recordando su peligrosidad. Pero la contenía el mismo crecimiento del PIB real. Aún no se había sentido la necesidad de inventar la fea expresión "desinflación". Se temían las subidas "excesivas" de precios y salarios y sobre todo las de estos últimos; pero la memoria histórica en la materia era todavía la de la gran depresión y la deflación de los años treinta.

### La crisis de los setentas: el mal se encarna en la inflación

La crisis de los años setentas acarrió en las economías de la OCDE cambios de tanta magnitud como los provocados por la Gran Depresión a que se acaba de aludir, los cuales causaron alteraciones mayores de su comportamiento y también de las interpretaciones que de él se hacían por los economistas y los políticos. La crisis ocurrió, como suele suceder, cuando ya se había hecho convicción generalizada la de que el auge pertenecía al orden natural de las cosas e iba a persistir indefinidamente. Por lo demás, la explicación de la crisis —y de sus profundos y duraderos efectos— dista aún hoy de aparecer del todo clara; y quedan dudas sobre la adecuación de las estrategias y tácticas a ella aplicadas por los gobiernos de entonces y ahora.

Las dos multiplicaciones sucesivas del precio del petróleo, a fines de 1973 y en 1979/80, asestaron sin duda un golpe brutal a las economías occidentales, consumidoras en gran escala de una energía importada que se había hecho muy barata (como lo volvió a ser algunos años después). Pero esta brusca alza del precio de los crudos dista de explicar todo. Por sí misma, equivalió a un 4%–5% aproximadamente del PIB de la OCDE, que es lo que esta magnitud solía crecer anteriormente en sólo un año. Las consecuencias indirectas del alza

son las que parecen haber sido más intensas. Entre ellas figuraron las pérdidas de rentabilidad y de valor capital de los activos sufridas por muchos sectores consumidores de petróleo, así como un descenso general de la productividad de los factores, provocada por el choque alcista. Como a menudo ocurre, la crisis se complicó por varias de las medidas adoptadas para paliarla, en especial por las que inicialmente intentaron evitar o aplazar la traducción del incremento de los precios del petróleo a reducciones del poder adquisitivo de las rentas. Debíó tener también gran importancia la acumulación de desequilibrios y tensiones que había precedido a la crisis y que culminó en ella. A partir de 1970, la tasa de inflación había ya alcanzado en la OCDE una cota mucho más elevada que en los años precedentes: se había situado por encima del 5% en 1971 y en 1972 y llegó a casi un 88 en 1973. Varias explosiones de precios ocurridas en los mercados internacionales de materias primas anticiparon la decidida por los países reunidos en la OPEC. Por su parte, las negociaciones salariales se habían transformado con frecuencia en duros enfrentamientos entre los gobiernos y los trabajadores. El proceso de catching-up —gran agente del desarrollo acelerado— tenía que debilitarse alguna vez. Aunque nada hacía pensar que pudiera hacerlo tan bruscamente y no era muy explicable que la tasa de crecimiento cayese también en la economía líder, en la de EE.UU., que no había estado dando alcance a ninguna otra.

En cualquier caso, y cualesquiera fueran sus causas directas e indirectas, el empeoramiento de los años setentas fue muy profundo y duradero. Puede ser descrito (véase cuadro núm. 2) como una verdadera inversión del círculo —es decir, triángulo— virtuoso de los cincuentas y sesentas, del formado, para repetirlo una vez más, por el pleno empleo, el crecimiento acelerado y la casi estabilidad de los precios. En el período 1974–83, hubo dos ejercicios que arrojaron crecimiento negativo para el conjunto de la OCDE; la tasa media de incremento del PIB del área se redujo a poco más de un 2%, es decir a menos de la mitad de la correspondiente a los dos decenios anteriores. (Sólo durante el cuatrienio 1976–79 estuvo otra vez esta tasa próxima a la antes lograda). En cuanto a los precios, la tasa de inflación para el conjunto de la OCDE alcanzó durante cuatro años los dos dígitos (con un primer máximo del 13,4% en 1974 y un segundo del 13%

CUADRO NÚM. 2  
LOS AÑOS DE CRISIS

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1984
Inflación .....	13,4	11,3	8,7	8,9	7,8	9,7	13,0	10,5	7,2	5,3
Crecimiento .....	0,8	-0,3	4,8	3,4	4,0	3,1	1,3	1,6	-0,2	2,7
Paro .....	3,9	5,2	5,5	5,5	5,4	5,4	6,0	6,9	8,3	8,8

NOTAS: Véase cuadro núm. 1.

Fuentes: OCDE "Historical Statistics 1960-86", París, 1988.

en 1980); y su media anual estuvo muy cerca del 10%. La tasa de paro, por su parte, pasó de un 3,9% al comienzo del período a un 8,8% al final de él.

La opinión pública en general no suele saber a ciencia cierta que sea el PIB; y las consecuencias del paro son en los tiempos actuales atenuadas por una poderosa red de seguridad, que frena la caída de los niveles de vida. Por otra parte, tasas de inflación del orden de las mencionadas, en economías y sociedades acostumbradas a subidas de precios limitadas y no sujetas a bruscos saltos, no podían por menos de resultar en extremo perturbadoras. Implican ya una distorsión mayor para el funcionamiento de los mercados y de las instituciones, para las transacciones a plazo mayor que el inmediato, para el círculo de rentabilidades y para los incentivos y la apreciación de los riesgos. Significan también que la formación de precios y rentas, a través del juego de ofertas y demandas, pasa a transformarse en una suerte de lucha sin cuartel por posiciones relativas, donde quien no se ingenia para aprovecharse de la inflación es expoliado por ella.

No es por todo ello muy sorprendente que, en la conmoción de los setentas, la inflación apareciera para varios gobiernos como el peor de los males surgidos de la crisis y el problema económico principal del momento. Fueron los gobiernos más militantemente liberales y neoliberales, que eran al propio tiempo los más conservadores o neoconservadores —como el de la Sra. Thatcher o la administración Reagan— quienes, de manera más temprana y rotunda, declararon la guerra a la inflación. Otros, incluidos los más o menos socialistas o socialdemócratas, los siguieron. Es sabido que en materia de política económica, las ideas y no digamos los eslóganes traspasan las fronteras con pasmosa facilidad. Ocupan los vacíos dejados por la ausencia de ideas propias o por la inseguridad con que estas últimas se profesan.

Para esta caracterización de la inflación como el enemigo público número uno no sólo contaban las razones pragmáticas a que se acaba de aludir y su comprobable efecto destructivo; también lo hacían otras motivaciones más doctrinales. La crisis había desacreditado el paradigma keynesiano el cual, si bien ya de forma bastante desdibujada, había continuado hasta ella configurando la comprensión e interpretación del funcionamiento de las economías occidentales desarrolladas. Al contrario de lo que pensaba Keynes, ni el nivel de empleo ni el crecimiento del PIB aparecían ya como magnitudes determinables —salvo quizá a cortísimo plazo— mediante manipulaciones de la demanda y de su expansión. Para convencerse de que la inflación no era ya, si lo había sido de verdad alguna vez, el precio del crecimiento, bastaba con contemplar la realidad de

la "stagflation"; en la que se unía lo que, según Keynes, jamás podía darse simultáneamente, es decir, la inflación por una parte y la depresión o recesión por otra.

El paradigma con que se substituía ahora al keynesiano no era otro que la ortodoxia, que había sido tiempo atrás sustituida por la visión keynesiana; y uno de sus temas centrales de este a la vez nuevo y viejo paradigma era precisamente el rechazo frontal de la inflación. En la estabilidad de precios se pasó de nuevo a ver el requisito previo para el funcionamiento racional de los mercados; la condición imprescindible para que surja y se robustezca la confianza de empresarios e inversores en el futuro de sus empresas e inversiones y de la economía nacional; para que los esfuerzos de los ciudadanos decididos en soslayar las consecuencias de la inflación se vean destinados a fines más productivos. El crecimiento sostenible o sustentable, la genuina y verdadera creación de empleo, precisan de la estabilidad de precios. Más aún: para los ortodoxos más militantes, la cuestión de la inflación tiene una dimensión moral, que le es esencial. La inflación constituye un engaño de que se hace víctima a los ciudadanos, una inmoralidad, una indecencia.

De esta forma, la inflación, de preocupación relativamente secundaria de los gobiernos, pasó a serla de muy primer plano; y consecuentemente, la desinflación se convirtió en uno de sus primeros deberes.

### La desinflación y sus perspectivas

Comprobablemente, una economía puede dotarse en cuestión de meses o poco más de una alta tasa de inflación. En cambio, reducirla puede y suele ser un proceso largo y trabajoso. En la OCDE, la desinflación se ha alargado durante (hasta ahora) casi tres lustros (véase cuadro núm. 3) y ha presentado sus altibajos. La tasa de inflación para el conjunto del área se redujo con gran rapidez desde 1981, en que era todavía superior al 10%, hasta 1986, en que fue del 2,7%. Pero este retroceso cesó en los años siguientes; en el trienio 1989–91 la media anual se situó de nuevo en casi el 5% y la tasa anual alcanzó un máximo del 5,6% en el ejercicio de 1990. Luego se ha reanudado su descenso y se prevé que dicha tasa media se sitúe en 1996 sólo dos o tres décimas de punto por encima del 2%. La media del cuatrienio 1993–96 ha sido de algo menos del 2,5%, porcentaje inferior al registrado durante los tiempos de nuestro triángulo virtuoso.

La diferencia es por supuesto que ahora no hay tal triángulo. La tasa de crecimiento del PIB real de la OCDE ha estado a su vez, durante el período

1990-96, en algo menos del 2%: no sólo muy por debajo de la habitual en los años del gran auge, sino también por debajo de la correspondiente al período 1984-89. La tasa de paro del área ha descendido en algunos años y ha aumentado en otros: era del 7,9% en 1984 y se estima en el 7,8 en 1996.

Durante algún tiempo se creyó en varios países o en sus Bancos Centrales que se había encontrado la varita mágica para hacer desaparecer la inflación: consistía en el control de la oferta monetaria, en alguna o algunas de sus posibles definiciones. Pero lo que luego ha desaparecido ha sido más bien la varita, que resultó más ilusoria que mágica. Los países de la OCDE han combatido la inflación utilizando de manera muy sincrética un amplio conjunto de instrumentos. Entre ellos han figurado destacadamente los tipos de interés, que han podido operar eficazmente en unos mercados financieros muy liberalizados y que han alcanzado en ocasiones niveles reales sin precedentes. Pero se ha recurrido contra la inflación también a muchos otros procedimientos: así, a lo que antes se llamaba política de rentas, dirigida ni más ni menos que a frenar las alzas de salarios, por medios no siempre precisamente conformes con el mercado; también a la fijación del tipo de cambio, en cuanto "ancla" nominal de los precios, lo que tampoco parece especialmente respetuoso del libre juego de la oferta y demanda; y asimismo a las reformas institucionales y estructurales que intentaban aumentar la flexibilidad y competitividad de los mercados; etc.

No cabe duda de que el conseguir que a la postre la tasa de inflación de la OCDE se haya situado en cota tan baja que casi ya no es inflación constituye un gran éxito, probablemente el mayor de los logrados en las economías de la OCDE durante los últimos quince años. Pero este triunfo es bastante menos que completo. El fallo fundamental de la desinflación, hasta ahora, es que no hay (o hay muy poca) evidencia empírica o de otro género de que la estabilización de los precios haya infundido mayor eficacia y con ella mayor dinamismo a las economías que de ella se benefician y de que las ha ya

dado mayor capacidad de crear empleo, que es lo que anunciaba la ortodoxia. La menor tasa de paro de Estados Unidos y, en alguna medida, del Reino Unido son en la OCDE excepciones y no se han acompañado de tasas de inflación especialmente bajas. Japón parece seguir gozando del pleno empleo o casi, pero ello es por razones muy peculiares a su peculiarísimo mercado de trabajo. Puede ser que los efectos dinamizadores de la estabilidad de los precios sólo se dejen sentir a muy largo plazo y cuando tal estabilidad haya durado largo tiempo. Mientras tanto parece que, en conjunto, el acompañamiento más visible de la desinflación se encuentra en el semiestancamiento, al menos de ciertas economías y en determinados ejercicios. Mientras la desinflación no cumpla sus promesas de cambiar la realidad de la economía real (valga la redundancia), no parece que quepa felicitarse en exceso de haberla logrado. A sensu contrario, no dejan de observarse, en el período cubierto por el cuadro núm. 3 algunos paralelismos entre las aceleraciones en el crecimiento del PIB y las de la tasa de inflación; y de las dos con el descenso de la tasa de paro. De esta forma, el proscrito paradigma keynesiano tiende de nuevo a hacer cierto acto de presencia, de vez en cuando, por PIB algunas estadísticas. Examinése sobre todo en el cuadro núm. 3 el período 1987-91.

¿Qué perspectivas se ofrecen hoy en las economías de la OCDE para el futuro de la inflación y de la desinflación? Parece altamente probable que, en un futuro previsible, los gobiernos insistan en su actual empeño de lograr la estabilidad de los precios y de mantener la lograda. La desinflación ha costado demasiado tiempo y esfuerzo para que se tire fácilmente por la borda. Subsiste, parece, una cierta relación de intercambio entre paro e inflación; y es factible probablemente, en alguna medida y durante algún tiempo, reducir el paro admitiendo un aumento adicional de precios. Pero en lo fundamental el paro aparece determinado por la estructura y el funcionamiento del mercado laboral, por el precio del factor trabajo, por el peso de los factores demográficos, por los cambios tecnológicos y las transformaciones en la naturaleza misma del trabajo y de

CUADRO NÚM. 3  
LOS AÑOS DE DESINFLACIÓN

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Inflación(**) .....	5,2	4,4	2,7	3,2	3,5	4,7	5,2	4,5	3,2	2,8
Crecimiento.....	4,5	3,3	2,7	3,3	4,2	3,3	2,4	0,9	1,7	1,3
Paro .....	7,9	7,8	7,8	7,4	6,9	6,4	6,2	6,6	7,3	7,6
	1994	1995	1996(*)							
Inflación .....	2,3	2,4	2,3							
Crecimiento.....	2,9	2,1	2,4							
Paro .....	7,5	7,7	7,8							

(\*) Estimación

(\*\*) Excluidos los tres países con mayor inflación (Turquía, Méjico e Islandia)

NOTAS: Véase cuadro núm. 1

Fuentes: OCDE: "Historical Statistics 196094", París, 1996 y "Perspectives Economiques de l'OCDE", París, Diciembre 1996.

los puestos de trabajo, que en su conjunto condicionan una "tasa natural de desempleo". A medio y largo plazo, una mayor tolerancia de la inflación puede muy bien aumentar el paro en vez de reducirlo. España tiene la mayor cota de paro en la OCDE y ha tenido una de sus mayores tasas de inflación, muy alta cuando la media del área ha sido alta y que todavía es mayor que la de casi todos los demás países miembros. Por otra parte —y he aquí un dato político crucial— un alto nivel de paro no provoca los estallidos sociales que se aseguraba que iba a causar. Provoca malestar y descontento y la angustia de quienes lo sufren; pero no origina, generalmente, actos de violencia o desórdenes que deba reprimir la fuerza pública. El voto (o la abstención de él) de los parados parece distribuirse de forma bastante similar al del conjunto de la población. El paro resulta políticamente muy soportable. La mayor parte de los conflictos violentos y de los estallidos sociales corren de hecho a cargo de quienes tienen empleo o todavía lo tienen.

Habida cuenta de las mejoras de calidad que regularmente registran los bienes y servicios y de los cambios en favor del consumo de los productos y servicios relativamente más baratos, la tasa de inflación media en la OCDE se sitúa hoy cerca de cero. Varias razones abogan para que no baje hasta él. El funcionamiento de las economías contemporáneas exige variaciones continuas en los precios relativos; algunos han de incrementarse, mientras otros disminuyen. Es conocida la rigidez de los precios, y sobre todo de los salarios nominales, a la baja. Llegamos a aceptar, si no hay más remedio, que el poder adquisitivo del salario se reduzca, por efecto del alza de precios; pero no pasamos porque empiece por disminuir su importe nominal. Se trataría por todo ello de limitar la inflación a las tasas a que ya encuentra reducida en la OCDE, sin intentar reducirla aún más.

Aún así, la tarea es muy exigente. La inflación tiene mucho de adictiva y la recaídas en ella son fáciles. Unos u otros choques de oferta o de demanda pueden provocar espirales de alza de precios. Pueden originarlas los conflictos sociales, que afectan a los mercados o se localicen en ellos: es inflacionista que se corten las carreteras, se paren los trenes, se suspendan los servicios públicos etc. La política antiinflacionista, para ser eficaz, tiene que inspirarse en la doctrina militar según la cual la mejor defensa está en el ataque. Debe adelantarse y emplear sus recursos antes de que la subida de precios haya ganado fuerza y comenzado a alimentarse de sí misma, cuando todavía apenas han asomado sus síntomas. Elevar el tipo de interés, por ejemplo, puede no ser nada fácil, incluso cuando hay motivo evidente para hacerlo; lo será mucho menos, si todavía hay que suponer que lo hay.

Por otro lado, la desinflación actual en la OCDE encuentra su gran aliada y su mejor garantía de continuidad en la unificación monetaria europea. Se intenta que el euro sea trasunto del marco, la moneda más estable OCDE; y en ello pone Alemania, la gran potencia económica de la Unión, toda su capacidad de insistencia. Ahora bien, en el pasado, las economías europeas menos disciplinarias y más inflacionarias que la alemana habían recurrido a periódicas devaluaciones (o habían sufrido las impuestas por los mercados), que restauraban temporalmente la competitividad que el alza de costes y precios les había hecho perder. Con la unificación monetaria, cesarán de existir, en principio, los diferenciales de inflación según países; pero subsistirán diferencias de eficiencia, de productividad y de competitividad. Como a menudo ha ocurrido en el pasado (si bien no tiene por qué ocurrir siempre) en las regiones atrasadas de una economía nacional, la falta de eficiencia de ciertos países miembros de la unión monetaria puede hacerse acumulativa, sin que quepa ya compensarla mediante sucesivas devaluaciones. Será interesante presenciar —aunque no necesariamente vivirlo— que puede pasar entonces. Puede ser que la unificación monetaria aporte a los países de ella necesitados la disciplina monetaria y también otras. Cabe que —puesto que ya no quedará más remedio que acometerlas en serio— los países que hoy necesiten profundas reformas institucionales y estructurales efectivamente las acometan de una vez y con éxito, demostrando cumplidamente, sea ello a última hora, de qué son capaces. La historia de anteriores unificaciones monetarias muestra que las cosas pueden también ocurrir de otra forma. El caso del Mezzogiorno parece harto claro. Es bastante sorprendente que tienda actualmente a ignorarse que tampoco parece constituir hoy por hoy un rotundo éxito la unificación monetaria de la propia Alemania, tras la desaparición de la RDA. Si pese a todo acaba siéndolo, lo será al coste de las enormes subvenciones y transferencias verificadas en favor de los "nuevos Länder".

### **Especialidades y variaciones nacionales**

El comportamiento de las diversas economías nacionales difiere ahora menos de lo que solía. Las tasas de inflación y muchas otras se transmiten hoy rápidamente en el interior de la OCDE; también lo hacen las políticas económicas (y no digamos sus enunciaciones y proclamaciones verbales). Los discursos de los Ministros de Hacienda de los distintos países contienen a menudo los mismos párrafos y los de los Gobernadores de sus Bancos Centrales son prácticamente idénticos. Políticos y economistas son hoy muy aficionados a la repetición de los mantras más en boga; era casi mejor cuando cada economista tenía una opinión distinta (menos Ke-

ynes, que tenía dos, según Churchill). No obstante, incluso entre las economías más próximas, siempre quedan variantes y matices que tienen su importancia y su interés. (Véanse los cuadros 4).

Especialidad de *Estados Unidos* es la de unir, en los años recientes, una tasa de paro baja, aunque sujeta a variaciones interanuales importantes, probablemente próxima a su nivel mínimo, con tasas de crecimiento e inflación que no se diferencian gran cosa de las medias de la OCDE. De hecho, la combinación de estas tres variables que se observa actualmente en Estados Unidos es la mejor del área. El reducido desempleo se atribuye principalmente a una mucho mayor flexibilidad del mercado laboral en este país —donde los salarios bajos se han hecho realmente muy bajos— y a la mayor flexibilidad de la economía americana en general. Que se evite tanto la inflación como la recesión no corre en Estados Unidos, como se sabe, a cargo de la Administración ni del Congreso, sino de la muy independiente Reserva Federal, que ajusta con ductilidad y prontitud los tipos de interés a la evolución de la coyuntura y a sus expectativas respecto a ella. Aunque parecen haberse bordeado con frecuencia, desde 1992 se han evitado en Estados Unidos ambos males (y durante un período de tiempo más largo aún si se considera la recesión de 1991 como una interrupción poco significativa) Es muy posible, por otra parte, que en la economía norteamericana pudieran registrarse menos inflación y un mayor ritmo de crecimiento si se llevaran a cabo muchos ajustes y reformas en ella pendientes: por ejemplo, si se lograra la eliminación de un déficit presupuestario tenazmente persistente, que agrava el problema de una tasa de ahorro que parece muy baja y que hace que el resto del mundo tenga que financiar de manera crónica a la más poderosa y rica de sus economías.

*Japón* ha sido el único país de la OCDE y del

mundo que recientemente ha transformado la desinflación en verdadera deflación. El incremento de su índice de precios al consumo fue negativo en 1995. Pero en realidad este logro no ha sido tal, sino consecuencia no deseada del estancamiento, o de la casi recesión, que atravesó la economía nipona desde 1992 al último año citado, el período más largo de los de este género ocurridos en una economía occidental en la posguerra. Habiendo derrotado la inflación, quizá excesivamente —su tasa media durante los últimos cuatro años ha sido sólo algo superior al medio punto porcentual— Japón ahora se enfrenta con la necesidad de restablecer la confianza de inversores, empresarios y japoneses en general, de manera que el país logre recuperar un ritmo de crecimiento sostenible y sostenido, aunque sea sólo un ritmo muy bajo en relación con períodos anteriores. La historia económica da muchas vueltas; pocas parecen tan llamativas como la que ha dado por este país, en el que todavía hace relativamente pocos años se localizaba un super-milagro económico que parecía destinado a no terminar nunca. En la posguerra sólo en plena crisis del petróleo se ha desbordado la inflación en Japón, aunque lo hiciera entonces con gran fuerza. El paro nipón ha aumentado en términos proporcionales durante los últimos años; pero sigue siendo extremadamente bajo, inferior al que parecería mínimo o friccional en otras economías. Aunque los empleos vitalicios en una determinada empresa no son ahora tan habituales como en el pasado, notables peculiaridades del mercado del trabajo nipón (cualesquiera sean) parece que siguen impidiendo en grado anómalo el desempleo, lo que —según algunos de los críticos más recientes, quien lo iba a esperar implica importantes pérdidas de eficiencia.

Es bien sabido que Alemania es el país europeo que más rechaza la inflación; incluso rechaza con energía la inflación de los demás países, ahora que la unificación monetaria europea le da ocasión de

CUADRO 4a  
INFLACIÓN, CRECIMIENTO Y PARO

ESTADOS UNIDOS	1981	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996(*)
Inflación .....	10,3	5,4	4,2	3,0	3,0	2,6	2,8	2,6
Crecimiento.....	2,3	1,3	-1,0	2,7	2,2	3,5	2,0	1,8
Paro .....	7,5	5,6	6,9	7,5	6,9	6,1	5,6	5,8
<b>JAPÓN</b>								
Inflación .....	4,9	2,8	3,3	1,7	1,3	0,7	-0,1	0,4
Crecimiento.....	3,9	5,1	4,0	1,1	0,1	0,5	0,9	2,7
Paro .....	2,2	2,1	2,1	2,2	2,5	2,9	3,1	3,3
<b>ALEMANIA</b>								
Inflación .....	6,3	2,7	3,5	5,1	4,4	2,8	1,8	1,5
Crecimiento.....	0,2	5,7	5,0	2,2	-1,2	2,9	1,9	1,0
Paro .....	4,6	6,2	5,5	7,7	8,9	9,6	9,4	10,5

(\*) Estimación del FMI en Mayo de 1996

NOTAS: véase cuadro núm. 1

Fuentes: Para 1981, OCDE: "Historical Statistics 1960-86", París, 1986. Para los demás años, Fondo Monetario Internacional: "World Economic Outlook, Mayo 1996" Washington 1996.

hacerlo. Se suele suponer que esta aversión nace de la experiencia alemana –breve, pero muy violenta– con la hiperinflación, en 1923. Sólo un reducido porcentaje de la actual población alemana debía estar por entonces en edad de vivir de manera consciente aquel trauma económico. Una memoria histórica se prolonga, sin embargo, de muchas formas. En cualquier caso, la inflación se opone al apego germánico por el orden y la disciplina y a un arraigado respeto –por lo demás, muy respetable– ante el dinero y su valor. Si se examinan las tasas de inflación alemanas en el cuadro núm. 4a, a primera vista no parece encontrarse excesiva confirmación reciente de esta especial alergia del país a ella: entre 1991 y 1993 estas tasas son relativamente altas. Pero el mérito ha estado en que no hayan sido mucho mayores, porque es por entonces cuando se dejó sentir de lleno el primer impacto de la unificación de Alemania, que expandió bruscamente la demanda, sobre todo la de bienes de consumo. La desinflación no tardó en volver por sus fueros y la tasa de alza de los precios –si bien no ha llegado a ser negativa como la nipona– se ha reducido hasta menos de un 2% anual. Lo malo es que también ha bajado a cotas modestísimas la tasa de crecimiento, y que el paro ha aumentado hasta un nivel cuyos precedentes hay que encontrar en Alemania nada menos que en la Gran Depresión, otra memoria histórica muy perdurable en el país. Las expectativas de conseguir un mayor dinamismo económico y de reducir el paro, sin perder la estabilidad de precios se hacen depender, también en Alemania, de las reformas estructurales e institucionales que aumenten la flexibilidad y la eficiencia y la capacidad de respuesta del PIB real a los estímulos procedentes de la demanda nominal. Se daba generalmente por supuesto que la alemana era una muy eficiente economía del mercado, ya desde la reforma monetaria y la adopción de la filosofía y de las políticas neoliberales en 1948; pero resulta que no lo era tanto o que con el transcurso del tiempo había dejado de serlo.

En Alemania se estima el marco más bien por razones prosaicas y eminentemente prácticas; en Francia por el contrario se suele poner en relación muy directa el valor –sobre todo el externo– y el prestigio del franco con la "grandeur de la France". No obstante, en un pasado todavía no muy alejado, el franco francés ha solido devaluarse con cierta frecuencia y Francia ha tendido a registrar incrementos de precios comparativamente fuertes. Pero esta proclividad francesa a la inflación parece que habría que darla hoy por terminada, tan definitivamente como cabe en estas cuestiones. Tras un fallido intento de huida expansionista hacia adelante, realizado por el primer gobierno socialista a principios de los ochentas, que condujo a una nueva devaluación, la política económica francesa también pone su fe, quizá con el celo propio del converso, en las virtudes de la estabilidad de los precios, del equilibrio presupuestario y de la "rigueur" (cualquiera sea lo que este último término signifique exactamente). Además, con la unificación monetaria europea como trasfondo, otra vez parece hoy en juego el prestigio del "franc fort" y de la propia Francia. Desde hace ya una serie de años, el principio más importante de los que inspiran la política económica en el país vecino parece el de que el franco no puede ser menos que el marco. La relación entre las dos monedas no puede en absoluto alterarse, hasta que llegue el momento de que ambas sean sustituidas por un euro. La tasa de inflación francesa –que todavía fue de un buen 13,4% en 1981– se ha reducido en los últimos años al nivel de la alemana y como esta última está ya muy próxima a cero. Pero Francia tampoco es hoy menos que Alemania en lo que se refiere a los problemas que han acompañado la desinflación (aunque tales problemas no hayan surgido necesariamente de ella o sólo de ella). Recientemente, la tasa de paro francesa ha sido mayor que la alemana y la de crecimiento del PIB prácticamente igual. No hay ninguna nueva "fuite en avant" gala en perspectiva. También en Francia las autoridades confían hoy en que la propia estabilidad,

CUADRO 4b  
INFLACIÓN CRECIMIENTO Y PARO

	1981	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996(*)
<b>FRANCIA</b>								
Inflación .....	13,4	3,4	3,2	2,4	2,1	1,7	1,8	1,8
Crecimiento.....	1,2	2,5	0,8	1,3	-1,5	2,9	2,4	1,3
Paro .....	7,4	8,9	9,4	10,3	11,6	12,4	11,6	11,7
<b>REINO UNIDO</b>								
Inflación .....	11,9	8,1	6,8	4,7	3,0	2,4	2,8	2,8
Crecimiento.....	-1,2	0,4	-2,0	-0,5	2,3	3,8	2,4	2,3
Paro .....	9,0	5,8	8,0	9,7	10,3	9,3	8,2	7,9
<b>ITALIA</b>								
Inflación .....	17,8	6,5	6,3	5,2	4,5	4,0	5,4	4,4
Crecimiento.....	1,1	2,1	1,2	0,7	-1,2	2,2	3,2	2,4
Paro .....	7,8	11,0	10,9	10,7	10,2	11,3	12,0	11,5

(\*) Estimación del FMI en Mayo de 1996

NOTAS: véase cuadro núm. 1.

Fuentes: véase cuadro núm. 4a.

unida a las reformas y a las mejoras la eficiencia, acabarán haciendo que la economía nacional recupere el dinamismo perdido y se reduzca el desempleo.

Desde el primer gobierno de la Sra. Thatcher —nombrado ya en 1979— la política económica británica ha constituido el reconocido modelo de la europea. Quizá haya sido la magistral enunciación y defensa de esta política por los gobiernos británicos lo que haya a menudo contado más. La capacidad británica de persuasión —pero raramente de autopersuasión— puede ser inmensa. Ciertamente que a lo largo de los últimos tres lustros se han llevado a cabo —o simplemente han ocurrido— en la economía británica cambios y reformas de primera magnitud, que han mejorado visiblemente su comportamiento, sobre todo en comparación con su propio pasado. Pero ni el thatcherismo ha llegado tan lejos como había anunciado ni la mejora ha sido tan drástica. En alguna ocasión incluso se ha debilitado en forma muy considerable el control macroeconómico, de manera que no deja de recordar el antiguo y supuestamente superado rito británico de "stop and go". La tasa de inflación del país, tradicionalmente alta —en virtud, se decía en otros tiempos, del "constitutional right of the trade unions to debase the currency"— se ha reducido más bien con lentitud pero ciertamente de forma muy notable, sin haberse hecho tan baja como la franco-alemana. La libra se devaluó y abandonó el Sistema Monetario Europeo en 1994; aunque últimamente ha vuelto a revaluarse. La tasa de paro, por otra parte, sin llegar a situarse en lo que podría considerarse un mínimo y presentando fuertes variaciones de un año a otro, es hoy bastante menor que la de Europa continental, y refleja la mayor flexibilidad del mercado laboral británico. En los últimos cuatro años, la tasa media de crecimiento en el Reino Unido ha sido comparativamente alta, pero en los tres precedentes fue comparativamente baja. Gran Bretaña ha dejado sin duda de ser el farol rojo de Europa, pero no es tan seguro que vista de manera indubitable el jersey amarillo. El Reino Unido todavía no ha decidido si formará parte de la UME; sí tienen los británicos muy claro que esta entrada no ha de implicar ningún precio para el Reino Unido ni imponerles sacrificio alguno. El precio lo tendrán que pagar en todo caso los demás, para lograr que Gran Bretaña participe en un proyecto tan marcadamente continental.

Tradicionalmente, la tasa de inflación italiana —que llegó al casi 20% en 1979— ha sido bastante más alta que la de las otras grandes economías europeas. De manera igualmente tradicional, Italia parece haberse acomodado bastante bien en el pasado, entre otros, al mal de la inflación. El prestigio de la lira no suele haber sido una preocupación prioritaria de los gobiernos italianos. Con una excep-

ción, ocurrida en 1926, cuando Mussolini impuso una paridad monstruosamente revaluada de la moneda nacional, que tuvo efectos del todo nefastos para el país. Volviendo a nuestros tiempos, se juzga que su ultimísima devaluación, en 1994, fue altamente beneficiosa para Italia, y que explica el mayor crecimiento logrado recientemente por la economía del país, en relación con la francesa y la alemana. Se diría que los esfuerzos que está haciendo el actual gobierno Prodi por reducir la tasa de inflación (con sorprendente éxito) y por cumplir los criterios de Maastricht o aproximarse a ellos están determinados, más que por convicciones propias, por lo que hoy se llama "peer pressure" (o por "el qué dirán", como decía el Padre Coloma). Es decir, por el deseo de demostrar que también Italia puede hacerlo, si se lo propone en serio. Y en efecto, según últimas noticias, la tasa de inflación italiana en 1996 quedará notablemente por debajo de la proyectada hace algún tiempo y reflejada en el cuadro núm. 4b; se situará en torno del 3%. ¿Sabrá Italia acomodarse igualmente bien —o quizá mejor aun— a la estabilidad estricta de los precios y a la ausencia de devaluaciones periódicas compensatorias que a la inflación? ¿Tendrá éxito esta suerte de nueva vuelta al patrón-oro? Como se sabe, los italianos son muy acomodaticios, en lo que suelen demostrar su inteligencia. Con todo, una Italia sin inflación y además sin corrupción parecería demasiado bella para ser del todo cierta.

\* \* \*

Esta Nota tendría que abandonar ya las hoy comparativamente sosegadas aguas de la OCDE para dedicarse a navegar por el enorme resto del mundo; pero se ha quedado sin aliento para intentarlo. Ciertamente que, fuera de la OCDE, las aventuras y desventuras de la inflación y la desinflación son aún mucho más dignas de la curiosidad del viajero. Las economías postsoviéticas, por ejemplo, han pasado bruscamente de precios tan rígidos (excepto en el mercado negro) que no eran en absoluto tales a una inflación desatada, que ha bordeado, por lo menos en varios casos, la hiperinflación. Posteriormente, varias de estas economías en transición han conseguido reducir muy fuertemente precios, al mismo tiempo que iniciaban una recuperación de la producción; los dos fenómenos han estado muy relacionados entre sí. Otras economías postsoviéticas —y, en primer lugar, la de Rusia— no han conseguido convincentemente, hasta ahora, ni una cosa ni otra. Un grupo muy importante de países asiáticos inicialmente formado por sólo cuatro "pequeños dragones", pero que hoy incluye entre otras economías nada menos que la de Indonesia parece estar repitiendo, a mayor escala, la experiencia europea del crecimiento acelerado durante los años cincuenta y sesenta. Ofrecen estos milagros económicos

asiáticos tasas de inflación altas —pero no desbordantes, entre el 5% y 10% anual— junto a tasas de crecimiento del PIB muy altas, también situadas entre parecidos porcentajes, y por añadidura solvencia externa. Quienes sigan pensando que, en determinadas circunstancias, una inflación relativamente moderada puede ser el precio de un alto ritmo de crecimiento encontrarán aquí hechos en los que apoyar sus argumentos. China, cuya población supera ampliamente la de toda la OCDE junta, es un caso con parecido a los anteriores, pero en realidad único. En él se combinan una más bien ya alta tasa de inflación, que frecuentemente amenaza con desbordarse, con una asombrosamente elevada tasa de crecimiento para un país de tal tamaño, cercana al 10% de media anual el último decenio. Se ha vaticinado a menudo que el super-milagro chino acabará muy mal; por el momento sigue. Es cierto, pero no muy relevante, que las mayores hiperinflaciones que se conocen tuvieron lugar precisamente en China, antes de la toma del poder por Mao. Varios de los principales países latinoamericanos han mostrado en los últimos años —o han seguido mostrando— rápidas sucesiones de unos períodos de notable estabilidad de precios por otros de inflación totalmente desatada y a la inversa. La estabilidad a menudo se logra utilizando "anclas" —principalmente la que proporciona un tipo de cambio fijo con relación al dólar— que suelen acabar por saltar. El endeudamiento externo sigue constituyen-

do en Latinoamérica una restricción de primera importancia y un gran obstáculo para el equilibrio presupuestario y por ende para la estabilidad de los precios. Pero Chile muestra que es posible mantener la solvencia externa preservar casi siempre una relativa estabilidad de precios y alcanzar además un elevado ritmo medio de crecimiento. Desde hace un cuarto de siglo funcionan en África dos uniones monetarias, basadas en el franco, que reúnen a la mayoría de las antiguas colonias francesas de África Central y Occidental (con la añadidura de Guinea Ecuatorial, que abandonó la peseta antes de que lo pudiera hacer la propia España). Es lástima que los defensores de la unificación monetaria europea no hayan prestado más atención al historial de estas dos uniones monetarias africanas. Gracias a ellas se ha mantenido en los países miembros lo que, en el contexto africano, constituye un alto grado de estabilidad de precios; pero su incidencia en el crecimiento económico se ha considerado a menudo negativa y la estabilidad monetaria no ha garantizado la solvencia externa. En fecha reciente, el franco emitido por estas uniones monetarias ha sido devaluado en un 50% frente al francés, lo que en verdad no da la impresión de ser un reajuste menor.

Pero quede la visita a estos fascinantes paisajes y pasajes que la inflación y la desinflación ofrecen al viajero más allá de las fronteras de la OCDE para mejor ocasión.

## INFORME DE LA SECRETARÍA DE LA OCDE SOBRE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA(\*)

---

La secretaría de la OCDE ha publicado el documento de referencia (sigla ECO/CPE(96)10), que va bastante más lejos de lo que sugiere su título, ya que no se limita a enjuiciar la situación sino que da recomendaciones sobre la política económica a seguir. Los autores del documento parecen haber olvidado la cautela, quizá excesiva, de los últimos años y hacen pronósticos sobre el futuro con una confianza que se echaba de menos en los informes después de la crisis de 1992-93, que ninguno de los grandes organismos internacionales económicos supo prever y que les volvió mucho más cautos.

Pero lo que hace particularmente interesante el informe es que, sin referirse a él directamente, da los datos básicos sobre el gran problema de la política económica europea de hoy: la inmensa mayoría de los observadores están de acuerdo en que la Unión Monetaria Europea (UME) y la moneda única se van a realizar, aunque quizá con algún retraso. También están de acuerdo en que es innegable que sus efectos a largo plazo son favorables. Pero, ¿y los efectos a corto plazo? Es evidente que la consolidación fiscal derivada de los esfuerzos para cumplir las condiciones de Maastricht tiene a corto plazo un efecto negativo sobre la economía al reducir la demanda global. La pregunta del millón de dólares es: ¿Podrá una política monetaria expansionista de bajos tipos de interés contrarrestar el efecto negativo de la fiscal? ¿No nos estaremos metiendo alegremente en un camino que conduce a una recesión grave? En palabras (resumidas) del informe:

"Está claro que la consolidación fiscal impuesta por los criterios de Maastricht a la larga contribuirá a mejorar el funcionamiento de la economía. Sin embargo, habría que preguntarse si sus efectos negativos a corto plazo sobre la demanda podrán ser contrarrestados por el aumento de la confianza, por las reducciones de los tipos de interés reales inducidas por la consolidación... [y] en especial por una política monetaria que baje los tipos de interés a corto plazo".

Los autores del informe no contestan de modo inequívoco a la pregunta antedicha. Se limitan —con muy buen acuerdo— a presentar lo mejor posible los datos del problema, y a aventurar algunas medidas

que podrían contribuir a mejorar la situación, medidas que en realidad no suponen ninguna novedad. Es una actitud sensata. No hay que olvidar —como parece que olvidan con algunos economistas enamorados de unos modelos económicos sin duda muy sofisticados pero a veces alejados de la realidad— que la economía no es una ciencia exacta, como las matemáticas —aunque se exprese cada vez más en lenguaje matemático— sino sólo una ciencia social.

El informe empieza exponiendo su visión sobre el estado de la economía:

### Situación general

---

En líneas generales la situación económica en la OCDE está mejorando. En EE.UU. y en Japón el crecimiento es el máximo posible sin inflación y algo por encima de ese ritmo no inflacionario en la mayoría de los demás países, aunque la utilización de la capacidad aún está por debajo del máximo sin inflación en algunos de ellos como Japón, Francia e Italia. El informe se atreve a hacer pronósticos: en la Unión Europea (UE) probablemente el crecimiento será más vivo en la segunda mitad de 1996 y continuará a un ritmo anual de alrededor de 2,5% en los dos años siguientes. La inflación seguirá siendo muy baja en toda la OCDE, pero el nivel de paro continuará muy alto, con una media del 11% en la UE, y no se espera que baje en los dos años próximos.

El documento contiene una serie de tablas y gráficos mostrando la evolución en 1996 y la pronosticada para 1997 y 1998 de las grandes magnitudes económicas en los países más importantes de la OCDE que no reproducimos. La experiencia enseña que pronósticos económicos a más de seis meses no suelen ser demasiado fiables.

Los autores del informe creen que en la UE se dan ciertos factores que estimulan el crecimiento: unos tipos de cambio frente al dólar favorables que favorecen las exportaciones, el final de la disminución de inventarios que parece estar ocurriendo y el consiguiente aumento de la confianza de los empre-

sarios y consumidores; pero también se dan factores negativos que restringen el crecimiento, derivados de los esfuerzos de muchos miembros de la OCDE de cumplir los criterios fiscales de Maastricht para poder acceder a la Unión Monetaria Europea (UME).

### **El problema de hacer que una situación económica más favorable se traduzca en mejores condiciones sociales**

"Aunque el nivel de vida ha continuado aumentando en los años 90 ese aumento es notablemente menor que en las tres décadas anteriores. Si ese ritmo lento continúa será difícil que se consiga una baja en el paro y un aumento satisfactorio del nivel de vida, ni tampoco los recursos necesarios para cubrir los gastos de política social... [Para ello se necesita], además de una política macro acertada, abordar problemas estructurales [como reforma de los mercados de productos (desregulación) y del mercado laboral]... Los beneficios a largo plazo de la primera pueden ser importantes, especialmente en Europa Continental y en Japón... La oportunidad de aumentar la eficiencia parece es especialmente grande en sectores con un nivel de productividad por debajo del de los países mejor situados al respecto, por ej. el sector de distribución en Japón y el eléctrico y de telecomunicaciones en Europa Continental. Además probablemente el empleo no se vería afectado a largo plazo, e incluso si la ganancia en productividad no se traduce en aumentos de salarios el paro podría bajar, especialmente en Europa Continental".

"Sin embargo el mayor reto es cómo aumentar la eficiencia en los mercados de productos mediante reformas regulatorias minimizando los costes a corto plazo del ajuste... mediante políticas que facilitasen el trasvase de recursos de sectores en decadencia a sectores en crecimiento como... adiestramiento para el nuevo empleo y consiguiendo un entorno macro estable. Es también esencial una red de seguridad para los parados a consecuencia del cambio".

A continuación el informe se refiere al gran problema a que nos hemos referido al principio: ¿Podrá la política monetaria corregir los efectos negativos a corto plazo de la política fiscal? Se refiere indirectamente, sin abordarlo de frente, exponiendo la situación en los principales países de la OCDE, primero respecto a la política monetaria y luego respecto a la fiscal.

### **La situación de la política fiscal**

"Sólo unos pocos países (Dinamarca, Finlandia

y Países Bajos) han reducido el gasto público lo suficiente para que la carga tributaria baje un poco. En los demás ha aumentado... Esa tendencia al aumento es preocupante, sobre todo en Europa, ya que la interacción de los sistemas tributarios con el estado de bienestar, produce unas tasas marginales de impuesto sobre la renta de los trabajadores peor pagados muy altas [es decir un fuerte desincentivo a buscar trabajo] y una fuerte diferencia entre el salario que recibe en mano el trabajador y el que paga el empresario. Son preocupantes los aumentos en las contribuciones —ya elevadas— de los empresarios alemanes a la seguridad social, que afectan directamente a los costes laborales y tienden a ser regresivas... Por el contrario otros países (como Japón, Francia, Italia y Bélgica) acuden o van a acudir a aumentar otros impuestos, como el de valor añadido o el sobre las ventas, para mantener al mínimo esos efectos distorsionantes".

El informe aborda también el problema de cómo mantener a medio y largo plazo una política fiscal sana:

"Un intento de mantener la disciplina fiscal a medio plazo (unos cinco años) consiste en definir una regla al efecto que el gobierno está obligado a seguir. La Enmienda [a la Constitución] sobre Presupuesto Equilibrado, rechazada en 1995 en EE.UU. y el propuesto Pacto de Estabilidad en la UE son dos ejemplos... Pero, incluso si se puede obligar [al gobierno o gobiernos] a cumplirlo, ¿es una decisión sensata?... Tiene el coste de limitar la capacidad del gobierno de hacer frente a contingencias imprevistas... Aunque muchas de esas reglas permiten sobrepasar [el límite del déficit] en circunstancias imprevistas [esa flexibilidad] invitaría a dejar el ajuste fiscal para más tarde... Pero si no se permite flexibilidad los estabilizadores automáticos no podrían actuar con la consiguiente disrupción de la economía... Cómo definir el ámbito de esa flexibilidad es el problema que se está debatiendo en la UE".

"En segundo lugar ¿es posible obligar [al gobierno] a respetar esa regla?... En algunos países está claro que no. En el Reino Unido, por ejemplo, el Parlamento es soberano y puede abolir la legislación que un parlamento anterior aprobó... En otros países [como EE.UU.] una enmienda a la Constitución podría hacer la regla obligatoria. Aunque el cumplimiento de acuerdos internacionales es en último término voluntario, en general es más difícil infringir un acuerdo internacional que simplemente saltarse una regla nacional sobre el déficit público. Por lo tanto acuerdos internacionales, como el futuro "Pacto de Estabilidad" podrían abrir la posibilidad de ejercer alguna presión sobre los gobiernos, especialmente los incapaces de obligarse por sí solos, para que respeten la regla de limitación del déficit".

"Otro problema es cómo obligar a gobiernos regionales o locales a respetar esas reglas. Un medio, seguido en EE.UU. y en Canadá, es hacerlos responsables de su propia gestión financiera incluyendo establecer impuestos, pedir prestado y entrar en relaciones con los mercados de capitales. Aunque no se excluye la posibilidad de un rescate [por parte del gobierno central] muy pocos gobiernos regionales o locales americanos o canadienses pueden contar con ella. En muchos otros países, sin embargo, [no es así]... con el consiguiente riesgo de que el gasto y el endeudamiento sean excesivos".

### **El papel de la política monetaria**

"Como prácticamente todos los países están consolidando sus posiciones fiscales [reduciendo sus déficit la gestión efectiva de] la política macroeconómica en los próximos dos años caerá bajo la responsabilidad de la autoridades monetarias. La política monetaria tendrá que... tener en cuenta las reacciones de los mercados financieros a la consolidación fiscal y a otras fuerzas que afectan a la probabilidad de inflación... En países donde la actividad económica está dando muestras de debilidad, como Japón y la mayor parte de Europa continental, la tarea principal de las autoridades monetarias tiene que ser calcular en qué medida la consolidación fiscal, que producirá beneficios a largo plazo, está afectando a la demanda agregada, para intervenir y prevenir que la debilidad aumente en el corto plazo".

A continuación el informe enjuicia la política monetaria de los países de la UE y hace recomendaciones al efecto:

"Hasta cierto punto las cuestiones que tiene que resolver la política macroeconómica en la UE en los dos años próximos son similares a las del Japón. La presente debilidad de la actividad económica plantea la cuestión de si la consolidación fiscal que los gobiernos están realizando no es demasiado rápida y debería hacerse más lentamente. Sin embargo los países que quieren participar en la UME el 1º de Enero de 1999 están obligados a reducir el déficit público general a menos del 3% en 1997, lo que en varios de ellos implica tomar medidas presupuestarias restrictivas más intensas que las incluidas en los cálculos de la Secretaría de la OCDE para sus pronósticos. Algunos países ya las han anunciado. A menos que la política monetaria sea suficientemente expansiva, se corre el riesgo de entrar en un círculo vicioso, en el que el rigor fiscal agrava aún más la debilidad de la economía".

Como no podía ser menos, el informe reconoce la crucial importancia de la política monetaria del Bundesbank, que los demás países no tienen más

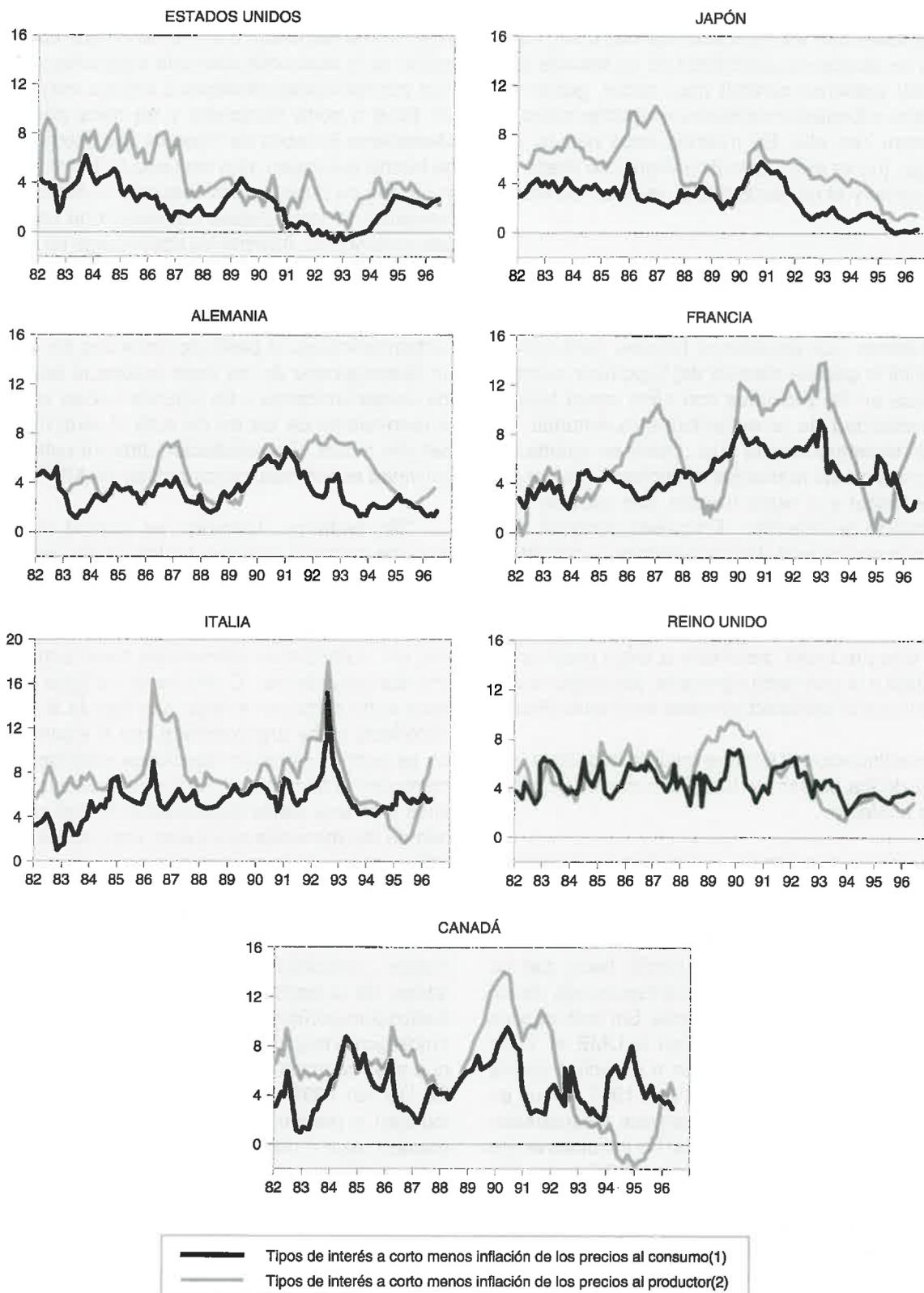
remedio que seguir. Por ello la examina en primer lugar y dirige sus recomendaciones al mismo:

"Los tipos de interés alemanes a corto plazo han bajado notablemente desde los últimos meses de 1995, como respuesta a síntomas de que la recuperación de la economía alemana estaba flaqueando. Eso permitió bajas similares o incluso mayores en los tipos a corto franceses y de otros países del Mecanismo Europeo de Tipos de Cambio (METC) y ha hecho que bajen algo los tipos de cambio de las monedas de esos países respecto al dólar y a las monedas de otros países europeos que no participan en el METC. Aunque los tipos a largo en algunos países europeos, en particular en Alemania, subieron algo en los primeros meses de 1996 a consecuencia de la subida del rendimiento de los bonos norteamericanos, a partir de entonces ha ocurrido un desenganche de los tipos europeos respecto a los norteamericanos y en algunos países europeos el rendimiento de los bonos está al nivel más bajo del año actual. Esta evolución debería estimular la actividad económica en los países del METC".

"Sin embargo, tomando en cuenta los bajos tipos de inflación actuales en los países del METC los tipos de interés, especialmente los a largo, aún continúan altos en términos reales, y puede que haya oportunidad para bajar los tipos controlables por las autoridades monetarias para fomentar la actividad económica. Como tanto los tipos nominales a corto como los a largo han bajado a mínimos históricos, se ha argumentado que si siguen bajando se podrían generar reacciones adversas de los mercados financieros en forma de tipos a largo más altos y de una fuerte depreciación de las cotizaciones de las monedas europeas, con consecuencias inflacionarias. Si fuese así ello sugeriría que existe una cota mínima posible para los tipos nominales europeos, lo que implicaría en la práctica tipos reales claramente positivos. Esas cotas mínimas, si existen, reducirían considerablemente las posibilidades de la política monetaria de hacer frente a fluctuaciones cíclicas de la actividad económica. Sin embargo no hay fundamentos racionales para creer que esas cotas mínimas existen, y la experiencia de EE.UU. en 1993 y más recientemente la japonesa inducen a pensar que los tipos reales a corto se pueden bajar a niveles próximos a cero (ver gráfico núm. 1) sin que necesariamente aparezcan tensiones en los mercados financieros y sin que aumente la inflación".

"Si apareciesen en los próximos meses síntomas de que flaquea la actividad económica en Europa, los argumentos para bajar los tipos se harían más fuertes en Alemania que en otros países. Como los países que participan en el METC y que se proponen entrar en la UME a su comienzo tienen

**GRÁFICO NÚM. 1  
TIPOS DE INTERÉS REALES EN EL MERCADO MONETARIO**



Notas: Los tipos de interés a corto son, en EE.UU. los de bonos del Tesoro a 3 meses, en Japón los de certificados de depósito a 3-6, en Alemania, Francia y el Reino Unido el interbancario a 3 meses, y en Canadá el del papel comercial de primera clase.  
(1): Medido por el cambio porcentual en 12 meses de los precios al consumo salvo los de alimentos y energía.  
(2): Medido por el cambio porcentual del índice de precios al productor.

poca capacidad de maniobra en el manejo de su política macroeconómica, tienen que seguir a Alemania en sus decisiones de política monetaria. Esto les hace dependientes de que las autoridades monetarias alemanas quieran tener en cuenta la situación de los otros países del METC al diseñar su política monetaria y actúen como actuaría el futuro Banco Central Europeo".

"En los demás países de la UE la política económica a seguir dependerá de la firmeza de su propósito de entrar en el METC y en la UME. En Italia, dada la debilidad de la actividad económica y la fuerte baja de la inflación, parece que es posible bajar más los tipos e interés, con tal de que se continúe avanzando hacia la consolidación fiscal. La apreciación del tipo de cambio de la lira respecto al marco alemán (DM) y a las divisas de otros países del METC el año pasado debería facilitar la vuelta de Italia al METC. [Algo que ya a ocurrido con un tipo de cambio lira/marco alemán de 990, fijado tras duras discusiones]. El nivel al que la lira entre de nuevo en aquél tendrá gran influencia en la rapidez con que se podrá conseguir la estabilidad de precios en Italia. De modo semejante unos tipos de cambio fuertes y una inflación baja en Suecia y en Finlandia puede que las permitan cierta flexibilidad en la política monetaria, dejando abierta la opción de entrar en el METC. En el Reino Unido hay pocas señales de presiones inflacionarias de importancia, y la poca fuerza de la expansión el año pasado podría aconsejar seguir suavizando la política monetaria. Sin embargo ésta debería fijar su atención más lejos: teniendo en cuenta la perspectiva de un aumento de la demanda, la incertidumbre actual sobre el grado de utilización de la capacidad productiva, el rápido crecimiento de la cantidad de dinero, y lo costoso que sería dominar de nuevo la inflación si se deja que aparezca, es necesario proceder con cautela en la política monetaria.

## COMENTARIO

De la lectura del documento se desprende que éste sólo aborda indirectamente la gran preocupación de la política económica europea en vísperas de la UME que hemos mencionado más arriba: Aunque los efectos a largo —o incluso a medio—plazo de la UME son beneficiosos, ¿no correremos peligro de una depresión seria si la debilidad de la demanda global causada por la reducción de los déficit públicos no puede ser compensada por una política monetaria muy suave, quizá imposible dados los defectos estructurales de la economía europea a menos que se deje la puerta abierta a la

inflación, una puerta que el propio tratado de Maastricht ha cerrado al fijar un criterio de inflación estricto?

La cautela de la Secretaría de la OCDE al redactar el documento es comprensible: sus expertos saben muy bien que para que la instauración de la moneda única sea un éxito no bastan unas políticas fiscal y monetaria estrictas, impuestas por el propio tratado; es preciso también una reforma estructural profunda que suponga una mayor movilidad de recursos humanos, naturales y de capital, y que inevitablemente perjudicará los derechos adquiridos de ciertos grupos privilegiados de la sociedad, como los trabajadores de las empresas públicas con enormes déficit y los funcionarios públicos. Para citar un ejemplo español ¿cómo es posible reducir el déficit si continúan las enormes subvenciones a fondo perdido a ciertas empresas estatales en déficit, como Hunosa, que recibe al año 222 mil millones de pesetas para producir carbón a 40.000 pesetas la tonelada, un carbón que cuesta en el mercado internacional 8.000? Se podrían citar otros ejemplos semejantes. No es un problema sólo español sino de la mayoría de los candidatos a la moneda única, incluso la poderosa Alemania, como prueban las recientes huelgas allí. Por eso algunos comentaristas —en contra de una opinión prácticamente unánime de los mercados financieros internacionales— no acaban de estar convencidos de que la UME empezará en la fecha fijada, y creen que sólo podrá empezar —si es que se realiza, cosa que algunos de esos pesimistas empiezan a dudar— con un retraso considerable.

Pero éste no es el único obstáculo al éxito de la UME: en algunos países que se proponen acceder a la UME a su comienzo es imposible realizar en el poco tiempo que queda hasta el 1º de Enero de 1999, la profunda reforma estructural indispensable para su éxito. Incluso con la mejor voluntad del mundo se necesitan varios años para ello. Algunos comentaristas temen que la profunda restricción de la demanda global consecuencia de un presupuesto equilibrado no se pueda contrarrestar con una política monetaria de tipos de interés muy bajos (la tesis de Keynes) y el intento de entrar en la UME sin estar preparados para ello acabe causando una seria recesión.

## NOTAS

- (\*) Traducción, resumen y comentarios de Ricardo Cortes.

## LA EUROTASA ITALIANA: SUS CARACTERÍSTICAS

*María Teresa Sebastián Argüelles*  
*Consejera Financiera de la Embajada de España en Italia*  
*Fernando de la Hucha Celador*  
*Catedrático de Derecho Financiero*

### I. Introducción

El proceso de convergencia europea y las coetáneas reformas para acceder a la primera fase de la unión económica y monetaria, especialmente necesarias en aquellos Estados donde los desequilibrios en los índices fundamentales (déficit público, inflación y porcentaje de endeudamiento sobre el PIB nacional) son más acusados, se traducen en la adopción de medidas que, sustancialmente contenibles en los Presupuestos para 1997, constituyen fiel reflejo de la voluntad política de incorporación a la precitada primera fase. Bajo esta perspectiva —que afecta de lleno a nuestro país— la experiencia italiana puede constituir un elemento de reflexión interesante, en la medida en que los objetivos de reducción del déficit pretenden ser logrados no sólo mediante una reducción de gastos públicos sino también mediante un incremento de los ingresos que, de consuno, logren que el meritado déficit se sitúe —en 1997— en niveles aceptables de cara a la integración. Además, el país transalpino está logrando éxitos importantes en la batalla contra la inflación, situándose la tasa interanual (en noviembre de 1996) en el 2,6% (frente al 3% del mes precedente y frente al 3,5% español, sobre datos de octubre), lo que, previsiblemente, permitirá rebajar al Banco de Italia los tipos de interés actualmente situados en el 7,50% (frente al 6,25% español). Restará el problema del endeudamiento público (que casi duplica el 60% sobre el PIB exigido por los criterios de convergencia), si bien conviene tener presente que se trata de un endeudamiento peculiar, en cuanto se trata de herencias arrastradas hasta el punto de que los Presupuestos italianos de los últimos años —excluyendo gastos financieros— presentan situaciones próximas al equilibrio; el crecimiento económico es débil aunque sostenido (el crecimiento del PIB en el tercer trimestre ha sido del 0,5%), mientras que las balanzas comercial y por cuenta corriente no presentan desequilibrios importantes(1).

En esta nota no vamos, sin embargo, a examinar la totalidad de las medidas que Italia adoptará para la corrección de los índices de convergencia, sino que nos detendremos de modo exclusivo en la

denominada *eurotasa* o contribución extraordinaria para el ingreso en la primera fase de la unión económica y monetaria, que constituye un pilar básico del ajuste presupuestario para 1997, haciendo especial hincapié en el hecho de que se trata de una medida que aún no ha sido formalmente aprobada por el Parlamento italiano —ni siquiera ha sido formalmente incorporada por el Gobierno al Proyecto de Ley de Presupuestos(2) ni a la Legge Finanziaria o Ley de Acompañamiento(3)— de forma que nuestro trabajo se funda exclusivamente en las intenciones del Ejecutivo cuya plasmación legislativa está aún por despejar, dada la peculiar composición de fuerzas políticas representadas en la *Camera dei Deputati*.

### II. Los elementos esenciales de la eurotasa italiana

Aun cuando, como hemos adelantado, la eurotasa supone el establecimiento de un recargo en el Impuesto sobre la Renta no puede el examen de aquélla, sin embargo, reducirse al estudio de éste, ya que constituye un conglomerado de medidas tributarias y financieras un tanto heterogéneas, donde se entremezclan recargos parcialmente reembolsables (de forma que estaríamos ante un híbrido entre un impuesto y un empréstito forzoso), anticipación de impuestos, mejoras en la gestión de los tributos no satisfechos y operaciones de tesorería que, en algún caso, pueden asemejarse a las medidas de *contabilidad creativa* denunciadas por el Presidente del Bundesbank y a las que no son ajenas otros países europeos.

Aun cuando la proposición inicial del Ejecutivo se ha visto desvirtuada tras la negociación con los sindicatos y aun cuando desconozcamos todavía la posición final del Parlamento italiano, la arquitectura de la eurotasa descansa sobre los siguientes puntos:

1) Establecimiento de un recargo en el Impuesto sobre la Renta, con tipos que oscilan entre un mínimo del 1% (para bases imponibles de hasta 20

millones de liras) y un máximo del 3,5% (para bases imponibles superiores a 100 millones de liras); en principio, los citados tipos se añadirían a los vigentes en el IRPEF y el mayor gravamen se proyectaría sobre los rendimientos del trabajo (rentas medio-altas) y sobre los trabajadores autónomos. Las previsiones gubernamentales sobre los ingresos esperados ascienden a 5,5 billones de liras (aproximadamente, 467.000 millones de pts), aun cuando esta apreciación requiere una matización ya que puede ser cierta en términos brutos para 1997, pero no lo sería en términos netos para el trienio 1997-1999, puesto que el citado recargo se reembolsará en un 60% a partir del 1 de enero de 1999, a través de diferentes mecanismos (cuya concreción el gobierno aún no ha realizado) como veremos en el capítulo siguiente. De acuerdo con esta matización, habría que hacer dos consideraciones; por un lado, el impacto recaudatorio neto quedaría reducido a 2,2 billones de liras (187.000 millones de pts.) y, por otro, el recargo se descompondría, jurídica y económicamente, en dos figuras distintas: un impuesto (en un 40%) y un empréstito forzoso sin interés por el restante 60%.

2) Anticipación al ejercicio presupuestario de 1997 del impuesto sobre el TFR (*Trattamento fine di rapporto*). Se trata de una exacción que grava las cantidades percibidas por los trabajadores en el momento de concluir su relación laboral y la pretensión del Ejecutivo italiano es que los empresarios adelanten, en concepto de pago a cuenta, una parte de la citada exacción, esperando obtener unos ingresos para el Tesoro público de 3,5 billones de liras (aproximadamente, 297.500 millones de pts). Tal y como se concibe la medida supondrá, exclusivamente, una mera anticipación temporal de ingresos tributarios, ya que las cantidades aportadas en 1997 deberán deducirse (al configurarse como pagos a cuenta) de la cuota definitiva calculable en el momento del devengo del tributo. Junto a ello, habría que evaluar el impacto de la medida sobre las empresas (y, en especial, sobre las PYMEs) ya que habrá de suponer una pérdida de liquidez evidente, con efectos negativos en sus necesidades de financiación.

3) Recaudación de los impuestos debidos y no ingresados por los contribuyentes, debiendo esta medida procurar unos ingresos estimados en 2,5 billones de liras (unos 212.500 millones de pts). La medida presenta, a nuestro juicio, dos inconvenientes fundamentales: por una parte, es meramente voluntarista (recuerda, en nuestro país, a las reiteradas previsiones de mayores ingresos fundadas en la *mejora de la gestión tributaria*) y de difícil cumplimiento dadas las características de los mecanismos de control de la administración tributaria italiana; por otra, es de dudosa influencia en la reducción del

déficit presupuestario (no así del déficit de caja), teniendo en cuenta los criterios sobre imputación de los derechos económicos devengados y, expresado en otros términos, habrá que determinar qué parte de los impuestos recaudados corresponden a derechos económicos imputados a ejercicios presupuestarios precedentes, ya que aquélla tendría un efecto presupuestario neutro para 1997.

4) Operaciones financieras, en concreto de tesorería, tendentes a lograr la recuperación de un billón de liras (85.000 millones de pts.) mediante la contabilización de los dividendos de la deuda externa italiana ligados a la apreciación de la lira tras su recentísima incorporación al sistema monetario europeo. Como puede observarse se trata de operaciones puramente contables—las anteriores también lo son en menor medida, aunque diluidas en el tiempo— en las que sería necesario precisar los porcentajes de endeudamiento y de préstamos de la República Italiana en las diferentes cestas de divisas a fin de evaluar las previsiones de mayores ingresos realizadas por el Ejecutivo.

Como fácilmente puede colegirse tras la enumeración precedente, la eurotasa constituye, tal y como adelantamos, un conglomerado de medidas tributarias y financieras cuyo único propósito parece ser el de salvar la entrada en la primera fase de la unión económica y monetaria; aparte de los interrogantes políticos, parlamentarios y sindicales y aun suponiendo su aprobación en los términos antedichos, la duda fundamental no despejada consiste en determinar qué ocurrirá tras 1999, puesto que una primera impresión nos lleva a considerar que se trata de medidas coyunturales que no atajan los problemas estructurales que aquejan a las finanzas italianas, cuestión cuya comprensión será más recta cuando abordemos en el epígrafe siguiente el problema del reembolso parcial del recargo en el Impuesto sobre la Renta, al que hemos hecho alusión con anterioridad. No se trata sólo de dudar sobre la obtención efectiva de los previstos—para 1997-12,5 billones de liras (1,062 billones de pts) sino, sobre todo, de la excepcionalidad de la medida y del impacto que esa obtención puede tener en los ejercicios presupuestarios subsiguientes, ya que se trata de una mezcla de difícil digestión (*vero pasticcio*) que cohonesta, en difícil equilibrio, medidas voluntaristas, anticipación de ingresos y contabilidad creativa.

### III. El reembolso de la eurotasa

Conforme avanzábamos en el epígrafe precedente, el recargo previsto en el Impuesto sobre la Renta se reembolsaría, caso de aprobarse la eurotasa, en un 60% a partir del 1 de enero de 1999, de

manera que más que una contribución extraordinaria es una mezcla de impuesto y empréstito forzoso. Restan, sin embargo, por conocer los mecanismos a través de los que se producirá el reembolso del citado porcentaje para los contribuyentes, aspecto éste en el que el gobierno italiano se ha limitado a barajar un elenco de hipótesis sin pronunciarse abiertamente hasta el momento por ninguna de ellas. Dada la pervivencia de la incógnita, nos limitaremos a señalar las fórmulas de reembolso propuestas por el Ejecutivo, señalando, en su caso, los inconvenientes que plantean. Las modalidades de reembolso son las siguientes:

1) Créditos impositivos sobre las liquidaciones correspondientes al período de 1999, lo que determinaría una reducción de los ingresos estatales en el ejercicio presupuestario concomitante, con los efectos subsiguientes en el déficit público; teniendo en cuenta los diferenciales actuales entre crecimiento del PIB y tipos de interés del Banco de Italia, el impacto no sería difícil de calcular o, dicho en otros términos, los problemas de desajustes presupuestarios y de déficit se trasladarían del corto al medio plazo.

2) Asignación de cuotas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, hipótesis verdaderamente difusa, ya que si bien los mencionados Fondos están regulados legalmente, no han conseguido, a fines de 1996, un despegue real y efectivo.

3) Concesión de opciones sobre acciones de sociedades públicas pendientes de privatización; caso de adoptarse esta fórmula de reembolso, los contribuyentes tendrían derecho a la adquisición de un valor máximo de cinco veces la cuota satisfecha por el recargo en el Impuesto sobre la Renta con un descuento del 12%. Amén de los efectos económicos en la reducción del déficit y/o del endeudamiento público(4) que dicha opción generaría, la misma puede suscitar fuertes enfrentamientos con la instancias comunitarias, no sólo porque introduce elementos de opacidad en las futuras privatizaciones sino también porque a su través se produciría, caso de adoptarse la primera alternativa, una reducción del déficit público con el producto de las menciona-

das privatizaciones de empresas públicas, mecanismo no permitido por la Unión Europea.

De forma esquemática, tales son los mecanismos previstos para el reembolso de la parte de la eurotasa correspondiente al recargo en el Impuesto sobre la Renta; teniendo, sin embargo, en cuenta el carácter político de las medidas (no sólo del reembolso sino de la propia eurotasa en su conjunto) parece que la contribución extraordinaria se incorporará a través de enmienda parlamentaria en la tramitación del *collegato* de la Legge Finanziaria y que no aparecerá reflejada en el Decreto-Ley de finales de 1996; en lo que atañe al reembolso que hemos estudiado en el presente epígrafe y sea cual fuere la opción elegida, no se incorporará, al parecer, de modo formal al ordenamiento jurídico, aun cuando se prevé una declaración del gobierno donde se asuma el correspondiente "compromiso político solemne". Ciertamente, antes de fin de año podremos despejar las dudas que penden sobre la imaginativa vía italiana para el cumplimiento de los criterios de convergencia con Maastricht.

#### NOTAS

(1) La primera presenta –agosto de 1996– un superávit de 6,77 billones de liras, mientras que la balanza por cuenta corriente presentaba –septiembre de 1996– un superávit de 1,40 billones de liras.

(2) Constitucionalmente ello no sería posible, ya que el art. 81.3 de la norma fundamental prohíbe que la Ley de Presupuestos pueda establecer nuevos tributos y, como veremos, uno de los puntos de la eurotasa es el establecimiento de un recargo en el Impuesto sobre la Renta.

(3) No podemos profundizar, en un estudio breve como éste, en las diferencias de contenido existentes en ambas normas en los dos ordenamientos, pero sí advertir que no pueden considerarse como sinónimas; en cualquier caso, utilizaremos la expresión Ley de Acompañamiento por ser, sin fundamento alguno la comúnmente utilizada en la terminología no técnica de nuestro país.

(4) Según que el producto de las privatizaciones de las sociedades públicas se dedique a la reducción del déficit del ejercicio presupuestario en que se produzcan aquéllas o se afecte a la amortización parcial del endeudamiento vivo.

# SISTEMA FINANCIERO

## NUEVAS REFORMAS EN EL MERCADO HIPOTECARIO ESPAÑOL

*Santiago Carbó y Juan Coello*

En los últimos años se ha producido en la economía española un descenso paulatino de los tipos de interés. Concretamente, el mercado de préstamos hipotecarios en España ha estado marcado por la tendencia a la baja de los tipos de interés nominales y reales así como por la creciente competencia entre las entidades financieras en este segmento. Los acontecimientos más notables de la mayor competencia se reflejaron en las sucesivas "guerras hipotecarias" en las que las principales entidades financieras se han embarcado desde 1993.

Esta tendencia bajista de los tipos de interés hipotecarios beneficiaba fundamentalmente a aquellos clientes que contrataban un nuevo préstamo, mientras los antiguos prestatarios quedaban al margen de esa situación más ventajosa debido a las gravosas condiciones que suponía la amortización anticipada y constitución de un nuevo crédito. Con el objeto de paliar esta situación, se aprobó en 1994 la Ley sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios (LSMPH, Ley 2/1994), por la que se reducen los gastos de subrogación y se favorece la renegociación del préstamo con la misma entidad financiera acreedora.

La LSMPH supuso un paso adelante para la reducción de costes asociados a la refinanciación de los créditos hipotecarios. Sin embargo, esta ley resultó confusa y discriminatoria en algunas de sus aplicaciones, como por ejemplo, que la limitación de la comisión por amortización anticipada sólo se hizo para los créditos de tipo de interés variable(1).

Recientemente, en octubre de 1996 la Asociación Española de la Banca (AEB) y la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), impulsado desde el Ministerio de Economía y Hacienda, han llegado a un acuerdo sobre la reducción tanto de la

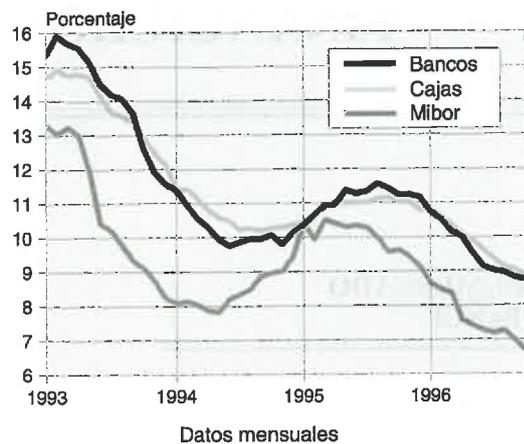
comisión de cancelación de créditos hipotecarios de tipo de interés fijo, como los gastos (de notarios y registradores) necesarios para el cambio de hipoteca. Según este "pacto", que se plasmará en un decreto Ley a lo largo de 1997, las entidades financieras se comprometen a rebajar la comisión máxima que cobran a sus clientes, que pasa del 4% al 2,5%, por cancelar anticipadamente sus créditos hipotecarios de interés fijo, siempre que se cambie por uno de interés variable. Estas medidas de abaratamiento de costes, intentan establecer unas condiciones que permitan el aumento de la competencia entre entidades así como la rápida transmisión de las rebajas de los tipos de interés.

Este artículo pretende explorar los posibles beneficios económicos que se pueden obtener de la aplicación de las anunciadas rebajas del crédito hipotecario. En primer lugar, se describe la evolución reciente del mercado hipotecario español dos años y medio después de la aprobación de la LSMPH. En segundo lugar, se analizan brevemente los principales efectos de la introducción de la LSMPH y se sugieren las implicaciones del acuerdo sobre hipotecas entre AEB y CECA. Por último, se evalúan los probables cambios que experimentará el mercado hipotecario español en el actual contexto de transición hacia la Unión Económica y Monetaria (UEM).

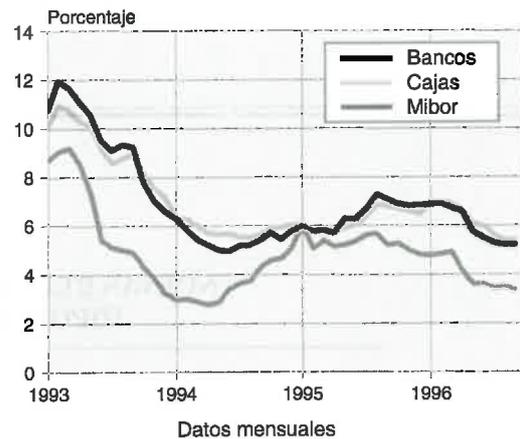
### **1. Evolución del mercado hipotecario en España**

En esta sección se presenta un breve análisis descriptivo del mercado hipotecario español desde 1993 hasta octubre de 1996 (con datos mensuales procedentes del Boletín Estadístico del Banco de España). En este periodo, dentro del contexto a la baja de los tipos de interés de la economía españo-

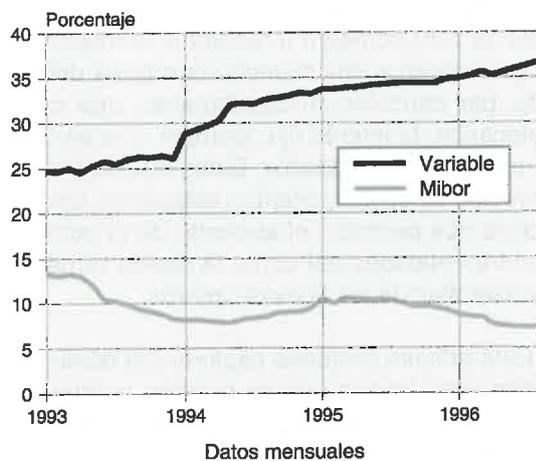
**GRÁFICO NÚM. 1**  
**TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA**  
**MERCADO HIPOTECARIO**



**GRÁFICO NÚM. 1B**  
**TIPOS DE INTERÉS REALES DE REFERENCIA**  
**EN EL MERCADO HIPOTECARIO ESPAÑOL**



**GRÁFICO NÚM. 2**  
**PROPORCIÓN DE CRÉDITOS A TIPO VARIABLE**



la, se observa esta misma tendencia en los tipos de interés de referencia del mercado hipotecario español, tanto en términos nominales como en términos reales (véase gráfico núm. 1). Sirva de ejemplo la evolución del Mibor que pasa del 13,1% en enero de 1993 al 6,7% en octubre de 1996 en términos nominales mientras que en términos reales baja del 8,7% al 3,4%.

Esta evolución de los precios en las hipotecas no sólo ha fomentado los incentivos a contratar nuevas hipotecas sino que los ciudadanos endeudados ahora se plantean la posibilidad de renegociación y cancelación de los créditos hipotecarios existentes, esto es, la refinanciación de dichos créditos mediante la cancelación del préstamo vigente y la contratación de uno nuevo en condiciones eco-

nómicas más rentables. Igualmente, esta situación ha estimulado la guerra publicitaria sobre las mejoras económicas que puede ofrecer cada una de las distintas entidades financieras del mercado.

En este contexto de reducción de tipos de interés, uno debe fijarse en la evolución de los créditos hipotecarios y de los créditos a tipo variable respecto del total de créditos del sistema crediticio español. Se observa, en el gráfico núm. 2, como la proporción del volumen de créditos que existen a tipo de interés variable ha aumentado a lo largo de estos últimos años, pasando del 24,6% en enero de 1993 al 36,7% en septiembre de 1996.

Las distintas reducciones de precio observadas en el mercado de crédito español junto con unas expectativas de persistencia en estas disminuciones ha provocado el fuerte aumento de esta clase de créditos. Con la nueva limitación en la comisión de cancelación de los créditos hipotecarios a tipo fijo se fomentará aún más la creciente participación de créditos de tipo variable, ya que, será rentable para algunos prestatarios sustituir su crédito hipotecario en busca de las mejoras económicas que presenta un crédito a tipo variable en un contexto a la baja de los tipos de interés.

En lo que se refiere a la participación del crédito hipotecario en el total de créditos concedidos al sector privado español se nota igualmente que ha aumentado a lo largo de los últimos tres años, que pasa de ser el 30,7% del mercado a representar el 40,8%. La disminución del precio de las hipotecas junto a un ligero descenso en el precio del suelo y su consiguiente impacto en el de la vivienda, ha podido propiciar este aumento continuo de créditos hipotecarios.

GRÁFICO NÚM. 3  
PROPORCIÓN DE CRÉDITO HIPOTECARIO

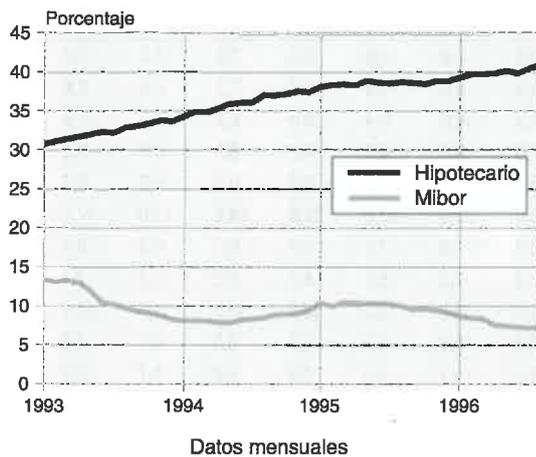


GRÁFICO NÚM. 4  
PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO  
HIPOTECARIO ESPAÑOL

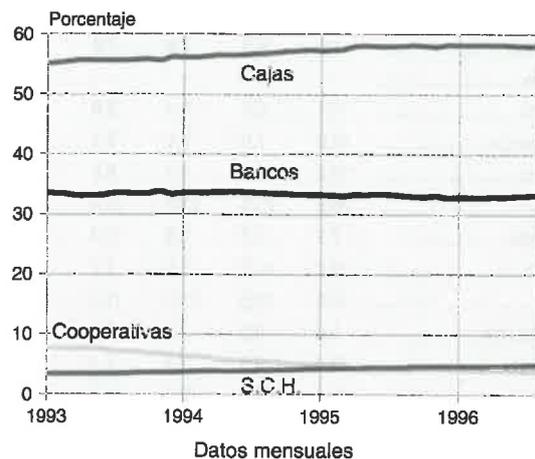
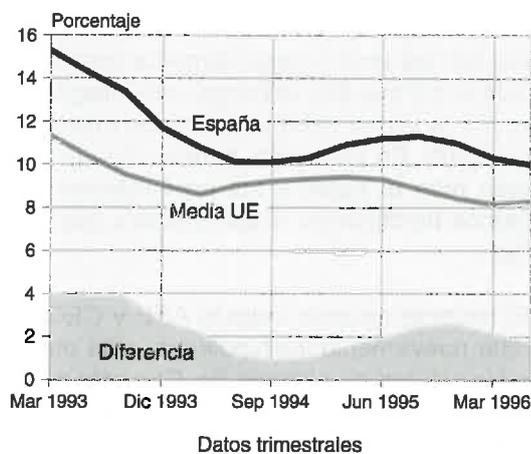


GRÁFICO NÚM. 5  
TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO  
HIPOTECARIO EUROPEO



Respecto a la distribución de la cuota de mercado a nivel agregado de los distintos agentes en el mercado hipotecario español se observa que dichas cuotas se han mantenido estable a lo largo de este periodo como puede comprobarse en el gráfico núm. 4. Las cajas de ahorro poseen aproximadamente entre el 55 y el 58% del mercado mientras que los bancos privados no sobrepasan al 35%(2). El resto de entidades, cooperativas y sociedades de crédito hipotecario (SCH), suponen el 15% restante aproximadamente. Estas sociedades CH son las entidades más perjudicadas durante este periodo, ya que pasan aproximadamente del 8% al 4% del total del mercado.

Finalmente, para terminar de encuadrar el mercado hipotecario español se presentan las refer-

encias del mercado europeo. Tanto en el gráfico núm. 5 como en el cuadro núm. 1 se pueden comparar los tipos de interés del mercado hipotecario español con los distintos países de la Unión Europea (UE). Se observa que España se encuentra en unos niveles similares a Italia y que ambos quedan muy por encima de Francia, Alemania o el Reino Unido. Concretamente existe una diferencia positiva del tipo de interés español respecto al tipo de interés medio de la UE durante todo el periodo(3). Esta característica de un precio superior de las hipotecas en España respecto a la media europea puede plantear distintas posibilidades de financiación hipotecaria cuando exista una moneda única a nivel europeo y un prestamista pueda endeudarse con entidades extranjeras a tipos de interés extranjero, aunque esta alternativa tiene sus limitaciones, como se comenta más adelante.

## 2. Implicaciones de las rebajas en el coste de la subrogación y novación de los préstamos hipotecarios

El abaratamiento continuado de los préstamos hipotecarios estuvo hasta 1994 fuera del alcance de los prestatarios que habían contratado el crédito con anterioridad a la caída de los tipos de interés. Esta situación cambió significativamente en abril del citado año cuando entró en vigor la LSMPH. Este paso normativo intentaba dar respuesta a una necesidad social, cual era la reducción de los tipos de interés de los préstamos con garantía hipotecaria en vigor, con lo que se permitía su ajuste (y consiguiente abaratamiento) con la tendencia a la baja de los tipos de interés de mercado. La citada ley pretendía facilitar la refinanciación del préstamo hipotecario tanto en los casos de renegociación con la misma

CUADRO NÚM. 1  
TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO HIPOTECARIO EN EUROPA  
(Porcentajes)

PAÍSES	TRIMESTRES 1993				TRIMESTRES 1994				TRIMESTRES 1995				TRIMESTRES 1996	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Alemania.....	7,9	8,0	7,6	7,3	7,7	8,4	8,8	8,8	8,6	8,0	7,9	7,5	7,7	7,7
Austria.....	-	-	-	-	8,0	8,3	8,5	9,0	8,3	8,0	7,7	7,6	7,6	-
Bélgica.....	9,4	9,4	9,0	8,8	8,2	9,4	10,0	10,0	9,4	9,0	8,3	7,9	7,2	-
Dinamarca.....	9,9	7,9	7,6	7,1	7,5	8,6	9,3	9,5	9,6	9,2	8,9	8,4	8,3	-
Francia.....	10,2	9,4	9,1	8,6	8,0	8,3	8,4	8,7	8,8	8,9	8,6	8,5	8,2	7,6
Grecia.....	25,5	25,5	23,5	23,5	23,0	23,0	23,0	23,0	22,0	20,0	18,5	17,0	17,0	-
Holanda.....	7,7	7,5	6,9	6,7	6,7	7,7	8,0	8,0	7,6	7,2	6,7	6,3	6,4	6,4
Irlanda.....	13,0	10,0	8,5	7,7	7,7	7,2	7,2	7,2	8,1	8,1	7,5	7,5	7,1	-
Italia.....	15,5	14,5	11,3	11,3	10,8	11,0	11,0	11,2	12,5	13,5	12,5	11,6	11,2	10,8
Luxemburgo.....	8,0	8,0	7,3	7,0	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,0	5,5	5,5
Noruega.....	11,4	9,5	7,9	7,4	6,8	8,0	8,5	8,1	8,0	7,5	6,8	6,7	6,7	-
Portugal.....	19,0	17,5	16,7	15,5	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,0	12,7	12,1	11,7
Reino Unido.....	8,0	8,0	8,0	7,9	7,7	7,6	7,6	7,8	8,0	8,0	7,9	7,5	7,0	6,7
Suecia.....	12,0	11,5	10,8	10,5	10,8	12,0	12,0	12,3	12,4	12,2	10,4	8,9	8,9	-
España.....	15,3	14,3	13,4	11,7	10,8	10,1	10,1	10,3	10,9	11,2	11,3	11,0	10,3	10,0
Media U.E.....	12,3	11,5	10,5	10,1	9,6	10,0	10,1	10,2	10,3	10,0	9,5	9,0	8,7	8,3(*)
Diferencia.....	3,0	2,8	2,9	1,6	1,2	0,1	0,0	0,1	0,6	1,2	1,8	2,0	1,6	1,7

(\*) Media calculada sobre los datos disponibles (7 países).

Fuente: Federación Hipotecaria Europea.

entidad financiera acreedora (novación modificativa) como en los casos en los se produce un cambio de acreedor (subrogación). La ley LSMPH no solamente perseguía fomentar la refinanciación de los créditos hipotecarios, sino que pretendía impulsar la competencia entre entidades financieras, en pugna por la captación de nuevos prestatarios(4).

Probablemente, este cambio normativo no haya sido ajeno al crecimiento paulatino de la participación de los préstamos hipotecarios en el conjunto de los créditos. No obstante, no se puede olvidar que el crecimiento de los préstamos hipotecarios ha venido explicado también por factores de los mercados financieros y de gestión de las entidades financieras, que probablemente han tenido una mayor importancia. Entre ellos, destaca la ya comentada reducción en los tipos de interés, que ha aligerado la carga financiera que supone a las familias la adquisición de una vivienda. Asimismo, no se debe olvidar el impacto de la normativa de solvencia sobre la gestión del balance y, específicamente, sobre la estructura del activo. La existencia de una regulación de recursos propios que penaliza los activos con menor garantía en favor de los más seguros (entre ellos, los hipotecarios) parece haber coadyuvado al crecimiento del peso de los préstamos hipotecarios en el balance de las entidades de depósitos españolas(5).

La LSMPH ha sido un factor que, sin duda, ha impulsado el crecimiento de los préstamos hipotecarios a tipo de interés variable. Se ha interpretado con frecuencia que la ley solamente tiene aplicación

para los préstamos hipotecarios a interés variables, ya que son los únicos explícitamente citados en el texto de la misma. Sin embargo, una interpretación amplia de la ley no debe excluir a los préstamos a interés fijo(6). En todo caso, parece claro que la ley refuerza más el papel y las posibilidades de los préstamos hipotecarios a tipo variable que los de tipo fijo.

El reciente acuerdo entre la AEB y CECA para abaratar nuevamente las hipotecas, está orientado hacia los préstamos a interés fijo. Con este acuerdo, lo que se pretende es facilitar el cambio de un préstamo hipotecario a tipo de interés fijo a otro con tipo de interés variable. En concreto, el acuerdo compromete a bancos y cajas a rebajar al 2,5% el tope máximo que una entidad financiera puede cobrar por la cancelación anticipada de un crédito hipotecario a tipo de interés fijo, siempre que lo cambie por uno a interés variable(7). Asimismo, notarios y registradores contribuirán reduciendo la mitad de los aranceles que cobran por la novación o subrogación de estas hipotecas(8).

El cuadro núm. 2 ilustra el notable ahorro que tendrá lugar en los trámites de cambio de hipoteca de tipo de interés fijo a variable cuando se lleve a la práctica el citado acuerdo. El ejemplo analizado parte de un préstamo con un capital vivo de 10 millones de pesetas a un tipo de interés fijo del 12% con un plazo de 15 años, que se cambia a tipo de interés variable del MIBOR + 1,25% (se supone un 8,25%). Ello supondría un ahorro mensual de 23.000 pesetas en la cuota del préstamo a la vez

CUADRO NÚM. 2  
 AHORRO EN EL COSTE DEL CAMBIO DE HIPOTECA TRAS EL ACUERDO AEB Y CECA  
 Ejemplo práctico

CONDICIONES DE LA HIPOTECA	SITUACIÓN ANTERIOR	SITUACIÓN TRAS EL ACUERDO	AHORRO
1. Gastos por cambio de Hipoteca (2+3+4).....	475.225	278.875	178.350
2. Comisión por cancelación (del 4% al 2,5%).....	400.000	250.000	150.000
3. Gastos Notariales (reducción en torno al 50% de sus honorarios).....	39.975	20.250	19.725
4. Gastos Registrales (reducción 50% de sus honorarios).....	17.250	8.625	8.625
5. Cuota mensual a pagar (del 12% fijo al 8,25% variable).....	120.000	97.000	23.000

Fuente: Ministerio de Economía y elaboración propia.

que se abaratan notablemente la comisión por cancelación (ahorro de 150.000 pts respecto a la situación anterior al acuerdo) y los gastos notariales y registrales (19.725 y 8.625 pts de ahorro, respectivamente). Por tanto, los gastos por cambio de hipoteca se reducen en un 37,5% en este supuesto.

Aunque las rebajas en el coste de novación y subrogación de hipotecas son favorables para el consumidor, existen aspectos e implicaciones de este proceso que obligan a mantener cautela en materia de política crediticia de las entidades financieras. En primer lugar, cabe preguntarse si el acuerdo es neutral en términos de competencia entre entidades. Tanto la LSMPH como el reciente acuerdo sobre hipotecas abren las puertas a una mayor competencia en el segmento de préstamos hipotecarios, tradicionalmente dominado en nuestro país por las cajas de ahorros (véase gráfico núm. 4). En consecuencia, las cajas parecen estar arriesgando más que los bancos en el proceso de rebaja de los costes de refinanciación de la hipoteca. Es, por ello, también por lo que las cajas de ahorros han reclamado públicamente la extensión del acuerdo sobre hipotecas al resto de créditos, donde son los bancos privados los que gozan de tradicionales ventajas competitivas.

Una fuente de críticas al proceso de rebaja del coste de hipotecas se basa en las distorsiones que la intervención estatal puede generar en el mercado hipotecario. Por un lado, la LSMPH afecta significativamente a la evolución de los préstamos hipotecarios a tipo variable, los que más de cerca siguen las pautas del mercado. Por tanto, la citada ley puede distorsionar las condiciones de un segmento del crédito muy vinculado a la autorregulación del mercado. Por otro lado, el reciente acuerdo entre AEB y CECA promovido por el gobierno, supone implícitamente una cierta intervención del Estado para hacer variable un contrato que era fijo porque así lo decidió el cliente.

Por último, el factor que más cautela requiere y que puede suponer mayores consecuencias económicas para las entidades de depósito es la posible selección adversa del riesgo que puede estimular

estas rebajas en el coste de renegociación de las hipotecas. El problema de selección adversa surge a la hora de la selección de prestatarios fiables (aquellos que devolverán capital e intereses a su debido tiempo) por parte de las entidades financieras. Según la literatura convencional(9), la selección adversa se suele producir en un contexto de elevados tipos de interés, en el que normalmente los mejores prestatarios suelen evitar endeudarse. Por el contrario, son clientes con riesgo marginal crediticio mayor los que tienden a endeudarse en este contexto de elevados tipos de interés.

A diferencia de lo que sugiere la literatura convencional, el problema de selección adversa que plantea las sucesivas rebajas en el coste de la refinanciación de hipotecas se produce en un contexto con tipos de interés a la baja. No obstante, la fuerte competencia fomentada en el mercado hipotecario español puede dar lugar a asunciones mayores de las deseadas de riesgo por parte de las entidades financieras, en su pugna por captar un mayor número de operaciones de este tipo.

En este contexto, no se puede olvidar que un reciente cambio estructural de la economía española como el de la reforma del mercado laboral afecta significativamente al procedimiento de evaluación del riesgo. Con la participación creciente de los asalariados con contrato de tiempo definido, el procedimiento tradicional de análisis de riesgo deja de ser adecuado. El cálculo de la capacidad de reembolso del prestatario no se puede basar en la estimación de su corriente esperada de ingresos futuros, ya que la hipótesis de continuidad en la prestación del trabajo se ha quebrado para considerables porcentajes de la población(10). Una vía empleada por numerosas entidades financieras es la exigencia de presentar garantías adicionales por parte del prestatario cuando se considera que éste puede perder su empleo antes de hacer frente a las obligaciones financieras. En todo caso, esta solución tampoco es satisfactoria. Por todo ello, los cambios sociodemográficos acontecidos en nuestro país en los últimos años obligan a las entidades financieras a replantearse su política crediticia para adaptarla a la nueva situación de la economía y sociedad espa-

ñola. No obstante, cualquier innovación a la hora de analizar riesgos (con el objeto de ampliar la masa de prestatarios potenciales) debe mantenerse alejada de una selección adversa, que podría afectar notablemente a las condiciones de rentabilidad y riesgo de las entidades financieras.

### 3. El futuro del mercado hipotecario español ante la Unión Económica y Monetaria

Tras el análisis de la evolución reciente del mercado hipotecario español y la evaluación de las implicaciones de las sucesivas reducciones en el coste de la refinanciación de las hipotecas, cabe preguntarse cuáles son las perspectivas futuras de este mercado ante la implantación de la UEM y, en concreto, evaluar si los últimos cambios son ya un prólogo de lo que se avecina en el segmento hipotecario con la moneda única.

Por su largo plazo de vencimiento, el crédito hipotecario es la actividad financiera donde durante más tiempo después de la implantación del euro, van a convivir las carteras construidas con procedimientos y contratos previos a la creación de la moneda única. Por tanto, el aseguramiento legal de los contratos denominados en las monedas nacionales es la cuestión fundamental en las operaciones hipotecarias tras la implantación del euro. Resulta, por ello, de especial importancia conocer cuáles serán con toda probabilidad las principales transformaciones que experimentará el mercado hipotecario español, para que las entidades financieras puedan adoptar las medidas necesarias para garantizarse una posición rentable y sólida en este segmento.

El crédito hipotecario tiene un carácter, fundamentalmente, doméstico ya que se trata de operaciones sujetas a la ley en el que se sitúa el inmueble hipotecado y, en la mayoría de los casos, las dos partes de la operación son residentes en el mismo territorio. En todo caso, la norma comunitaria que establezca la conversión automática de las obligaciones y derechos en euros, y las leyes nacionales que traspongan esa resolución en los que no sea de aplicación directa, deben resolver las dudas que pudieran surgir respecto a la validez y permanencia de los contratos existentes en el momento de la conversión. En este contexto, el cambio de moneda no podrá ser causa suficiente para solicitar la resolución del contrato, por lo que no parece necesario introducir cláusulas contractuales de continuidad en caso de desaparición de la moneda de denominación en las operaciones de préstamo hipotecario(11).

Un segundo aspecto importante de la continui-

dad de los contratos de crédito hipotecario se refiere a la utilización de índices de referencia (Mibor, CECA) en los préstamos a tipo variable. Esta cuestión suscita una duda: ¿hasta qué punto serán de utilidad estos índices nacionales de referencia? Por una parte, no hay razones para interrumpir la elaboración de las referencias que se basan en el coste de las operaciones hipotecarias nuevas que se realicen en España. Sin embargo, en cuanto al Mibor, índice muy utilizado en la referenciación de los préstamos hipotecarios en España, se plantean más dudas sobre si tendrá sentido continuar elaborándolo tras la creación de un mercado interbancario europeo integrado. La política monetaria común traerá consigo una unificación de tipos interbancarios, sin más diferencia que las que puedan derivarse de las primas de riesgo (en general, poco significativas) que el mercado asigne a entidades financieras en las operaciones con garantía personal. En todo caso, a pesar de la menor validez de los índices nacionales interbancarios, no existe impedimento técnico para continuar calculándolos. En este sentido, debido a que tras la implantación del euro todavía subsistirá una base importante de operaciones interbancarias en el mercado doméstico, que se realizarán de manera parecida a la actual, puede resultar de utilidad que el Banco de España continúe elaborando su Mibor, que, por tanto, podría seguir siendo utilizado como referencia hipotecaria.

Además de estas cuestiones de tipo jurídico y técnico, hay aspectos de la implantación del euro de mayor calado económico para el futuro de las operaciones hipotecarias en España. En primer lugar, no se debe olvidar que los tipos de interés españoles deben converger hacia los niveles de la UE, antes de la consecución de la UEM, ya que uno de los criterios de convergencia se basa en los tipos de interés. Aunque los tipos de interés empleados en el criterio de convergencia son los de la deuda pública a largo plazo, la convergencia de tipos de interés se producirá también con toda seguridad en los tipos de los mercados monetarios y del resto de mercados financieros. Como se observó anteriormente, en los últimos años los tipos del mercado hipotecario español han tendido a aproximarse (aunque con altibajos) a los de la media de la UE, aunque todavía existe un diferencial significativo tanto en términos nominales como reales (véase gráfico núm. 5).

El ajuste de los tipos monetarios españoles muy probablemente afectará a la estructura general de los tipos de interés en España. Sin embargo, esta convergencia no necesariamente se traducirá en que todos los tipos de los diferentes mercados se igualen a los europeos. Algunos tipos de interés (como los hipotecarios) pueden continuar manteniendo diferencias con los niveles europeos durante algún tiempo. En el caso del mercado de créditos, el

grado de aproximación dependerá del éxito de los demandantes finales de fondos en la obtención de financiación en mercados e intermediarios de otros países. No obstante, en este último caso, la prima de riesgo que esos mercados e instituciones asignarán a unos prestatarios desconocidos y distantes será un obstáculo importante para la aproximación de los tipos hipotecarios.

En el segmento de operaciones hipotecarias así como en otras áreas de crédito, el conocimiento de la clientela prestataria es fundamental para una adecuada selección de riesgos. Cuando se trata de operaciones al por menor, ese conocimiento únicamente puede obtenerse operando a nivel local. Por ello, las entidades financieras que deseen competir en el segmento hipotecario deben tener una importante red de oficinas que les permita acumular conocimiento y experiencia respecto al comportamiento de los clientes locales. En este contexto, no cabe esperar por ahora una competencia masiva de instituciones financieras de otros países miembros de la futura UEM, ya que existen fuertes barreras de entrada en los segmentos crediticios minoristas (por ejemplo, en las operaciones hipotecarias)(12). En el caso español, las instituciones hipotecarias extranjeras tropezarían con un sistema bancario solvente, saneado, con capacidad de respuesta y con una extensa red de sucursales, que dificultaría extremadamente la captación de una cuota significativa por los recién llegados en el mercado hipotecario de nuestro país. Por todo ello, cabe esperar que la integración de los sectores bancarios al por menor en la UEM (en la que tendrían lugar importantes operaciones transfronterizas), será lenta y, por tanto, una de las últimas en producirse en los mercados financieros europeos.

Por último, es necesario detenerse en el impacto de la UEM sobre riesgo de tipo de interés en las operaciones hipotecarias. En este contexto, existe algún elemento positivo para las entidades financieras españolas pero también varios negativos o que causan preocupación. Por el lado positivo, hay que señalar que gracias a la importancia cuantitativa de los créditos hipotecarios en las carteras de las entidades españolas, los plazos medios de vencimiento de los activos de clientes son notablemente más largos que los de los pasivos, con lo que son estos últimos los que se ajustan más rápidamente a la tendencia bajista de los tipos de interés.

Entre los aspectos preocupantes, por el lado de las operaciones a tipo fijo destaca el riesgo que podría suponer una cancelación anticipada o renegociación masiva de créditos de este tipo, al amparo de la LSMPH y del reciente acuerdo entre AEB y CECA(13). Esta posibilidad debilitaría la ventaja inicial en términos de plazos de los prestamistas. Por

el lado de los préstamos a tipo variable, este riesgo es poco importante ya que se revisan las operaciones cada año y no hay nada que haga temer otro movimiento de cancelaciones masivas.

No obstante, por el lado de los préstamos a interés variable, hay un punto débil para las entidades financieras. La elevada utilización de índices del mercado interbancario en la referenciación de los préstamos hipotecarios a tipo variable concentra una parte notable del riesgo de interés en un indicador que puede resultar excesivamente volátil en el proceso de integración. En este contexto, si otros tipos activos y pasivos con la clientela no sufren un ajuste tan fuerte como los interbancarios, los prestamistas con un cartera importante de préstamos con tipo variable pueden enfrentarse a una situación de riesgo de interés y, en todo caso, a una desventaja comparativa con aquellas entidades que referencien con tipos más estables.

En definitiva y, a modo de conclusión, la integración de las áreas de negocio financiero minorista de todos los países pertenecientes a la futura UEM no parece que vaya a ser rápida ni traumática, debido a las importantes barreras de entrada existentes. No obstante, se producirán importantes transformaciones en los mercados hipotecarios nacionales para las que las instituciones financieras españolas deben prepararse. En todo caso, las entidades financieras hipotecarias que se preparen adecuadamente para los desafíos de la moneda única, no tendrán grandes dificultades de adaptación al nuevo entorno.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CARBÓ S. (1995), "Regulación y financiación a la economía real", *Papeles de Economía Española*, nº 65, FIES, CECA, págs. 107-114.
- GARDENER, E.P.M. y P. MOLYNEUX (1995), "Estrategias y estructura organizativa de los bancos en la "Nueva Europa"", *Papeles de Economía Española*, nº 65, FIES, CECA, págs. 92-106.
- HERNÁNDEZ MORENO, A. y VIOLA DE MESTRE, I. (1996), "La Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios", en *Tratado de Garantías en la Contratación Mercantil*, Tomo II, vol. 2, Civitas.
- NIETO CAROL, U. (1996), "La refinanciación de los créditos hipotecarios", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 54, FIES, CECA, págs. 51-68.
- SINKEY, J.F. Jr, (1989), *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, Macmillan, 3rd Edition.

GARCÍA, T. y VALERO, F.J. (1996), "Las inversiones crediticias de bancos y cajas de ahorros: evolución reciente y perspectivas estratégicas", *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 54, FIES, CECA, págs. 7-30.

#### NOTAS

(1) Un análisis detallado de la Ley 2/1994 se encuentra en Hernández y Viola (1996) y Nieto (1996).

(2) A partir de mayo de 1994 se imaginación los datos en este mercado, ya que en esa fecha se produce una modificación jurídica respecto a la naturaleza pública de una serie de entidades (las entidades oficiales de crédito) que pasan a denominarse banca privada.

(3) En el gráfico núm. 5, a diferencia del cuadro núm. 1, se calcula la media de la U.E. prescindiendo de Grecia porque supone unos valores en tipos de interés demasiado dispares respecto al resto de países.

(4) Véase el trabajo de Nieto (1996), que analiza la refinanciación de los créditos hipotecarios tras la introducción de la LSMPH.

(5) En este sentido, véase Carbó (1995).

(6) Véase Nieto (1996, pág. 57).

(7) Esta reducción solamente es aplicable a hipotecas que no superen los 40 millones de pesetas.

(8) En este contexto, se está a la espera de la plasmación legal del acuerdo en un Real Decreto del Ministerio de Justicia, que tiene previsto ver la luz en los primeros meses de 1997.

(9) Véase, por ejemplo, Sinkey (1989, págs. 519-520).

(10) Véase García y Valero (1996).

(11) La excepción a esta regla son las escasas operaciones hipotecarias en los que una parte es residente en un país que no entre a formar parte del euro, y la garantía se encuentre en un "país euro", ya que en este caso, la citada parte puede llevar el conflicto a su propia jurisdicción, que lógicamente no estaría obligada por la normativa comunitaria sobre conversión de contratos.

(12) Véase Gardener y Molyneux (1995).

(13) Tanto la LSMPH como el acuerdo entre AEB y CECA ha despertado fuertes críticas sobre las desventajas que crea a las entidades españolas con respecto a las europeas.

## LA BOLSA ESPAÑOLA: FLUJOS ACTUALES DE INVERSIÓN Y PERSPECTIVAS FUTURAS

*Idoia Basterrechea*  
*Directora de Inversiones de Norbolsa*

### INTRODUCCIÓN

El análisis de lo acontecido en 1996 confirma que los mercados de valores españoles han evolucionado de forma acompasada con los importantes movimientos de revalorización que han experimentado los mercados de capitales en todo el mundo. Nuestros mercados financieros han participado de las tendencias de fondo dinamizadoras y determinantes en el movimiento de flujos de capital a nivel global. Tanto los mercados de deuda como los de renta variable se encuentran en máximos históricos en atención a el positivo entramado de factores que han permitido un escenario de inversión muy favorable para los mercados de capitales.

A través de este trabajo trataremos de reflexionar sobre las ideas que durante este año están dirigiendo los flujos de inversión y como las mismas están teniendo reflejo en España.

Cinco principales tendencias constituyen nuestro punto de partida:

*I. Tendencias macroeconómicas:* "Contexto económico internacional con crecimientos moderados, no inflacionarios y con importantes avances en el control de los desequilibrios en los déficit públicos".

*II. Tendencias monetarias – tipos:* "Importantes descensos de tipos de interés, con márgenes de descensos aun mayores, en un marco de estabilidad cambiaria, principalmente dentro del proceso de convergencia monetaria de las economías europeas".

*III. Tendencias políticas:* "La estabilidad es la característica que está imperando tras los cambios políticos y de gobierno que se están experimentando en los principales países del mundo. 1996 ha confirmado la creación de Gobiernos con mayorías suficientes para acometer políticas drásticas en el control de desequilibrios, en particular en Europa Continental de cara al logro del objetivo de la convergencia en la UME."

*IV. Tendencias corporativas:* "El proceso de re-

estructuración, consolidación y liberalización en los principales sectores productivos en un entorno de competencia globalizada ha supuesto una intensa actividad de fusiones, adquisiciones, ofertas públicas de venta y grandes privatizaciones. Los movimientos corporativos y los procesos de concentración y diversificación a nivel mundial han sido la nota dominante durante 1996."

*V. Tendencias mercados financieros:* "Las estructura de los tipos de interés está potenciando que los flujos de capital busquen alternativas de inversión de una forma más dinámica. Los mercados financieros están experimentando un boom, una actividad frenética en términos de revalorización y volumen, con ruptura de máximos históricos en todos los índices." Los altos grados de liquidez existentes como consecuencia del aumento del ahorro ante la desconfianza que la ciudadanía tiene de la evolución de la economía y ante la quiebra del Estado de bienestar esta provocando un crecimiento inusitado de la inversión colectiva a nivel mundial.

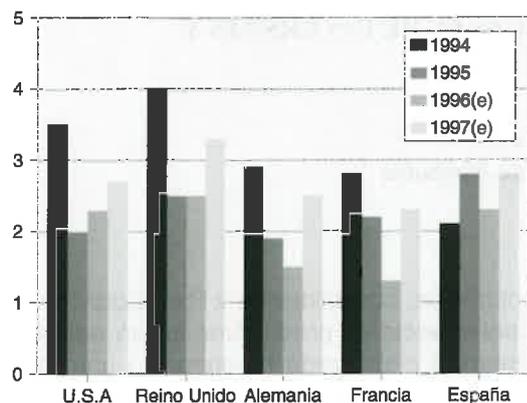
La combinación, de todas estas tendencias, que a continuación pasaremos a examinar con detalle, han coadyuvado para que la bolsa y los mercados de deuda y renta fija privada GLOBALMENTE hayan contado con un gran atractivo durante 1996. Sin lugar a dudas los temas que presentamos en este trabajo serán los que condicionaran la dirección de los mercados financieros mundiales en los próximos años.

### I. TENDENCIAS MACROECONÓMICAS

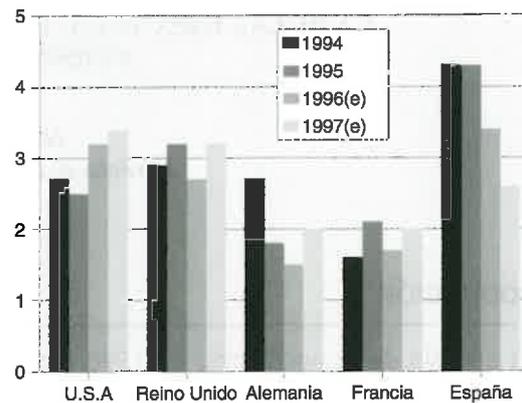
#### A. Internacionales

En primer lugar es ineludible el mencionar el proceso deflacionario experimentado durante el año con crecimientos económicos moderados, sin tensiones inflacionistas y con un compromiso claro por parte de los Gobiernos (de manera expresa a nivel europeo) para la reducción de los principales desequilibrios macroeconómicos: déficit público, e inflación principalmente.

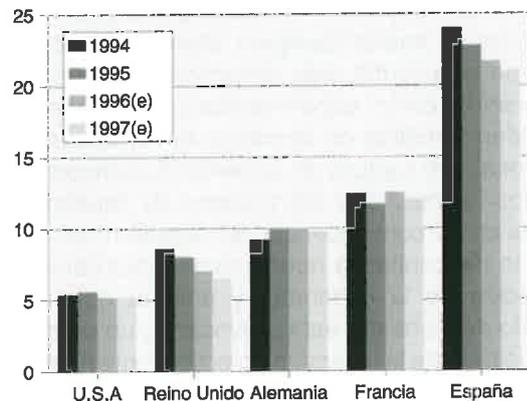
**GRÁFICO NÚM. 1  
PUNTO DE INFLEXIÓN EN CRECIMIENTOS PIB**



**GRÁFICO NÚM. 2  
INFLACIÓN MODERNA**



**GRÁFICO NÚM. 3  
ALTAS TASAS DE DESEMPLEO**



Como se puede apreciar en el gráfico, las economías de los principales países occidentales están reflejando una mayor convergencia. EE.UU. muestra una desaceleración en el segundo semestre, alejando las expectativas de los fuertes crecimientos que se mantenían en la primera mitad, pudiendo cerrar el año en torno al 2,3%. En Europa Continental, durante el año 96 se han revisado a la baja las previsiones, con crecimientos de PIB próximos al 1,5% en Alemania y Francia, si bien el año 97 se presenta como el punto de inflexión en los crecimientos del PIB (gráfico núm. 1).

La actual ausencia de tensiones inflacionistas tiene visos de permanencia, reflejo de un consumo privado que no despega afectado por los altos niveles de desempleo y por ajustes presupuestarios en materia de protección social y pensiones (gráfico núm. 2).

En USA, nos encontramos tasas de IPC en

torno al 3% (aún encontrándose en situación de casi pleno empleo) y en torno al 2,-2,5% en Alemania y Francia y en clara desaceleración en España (gráfico núm. 3).

## B. España

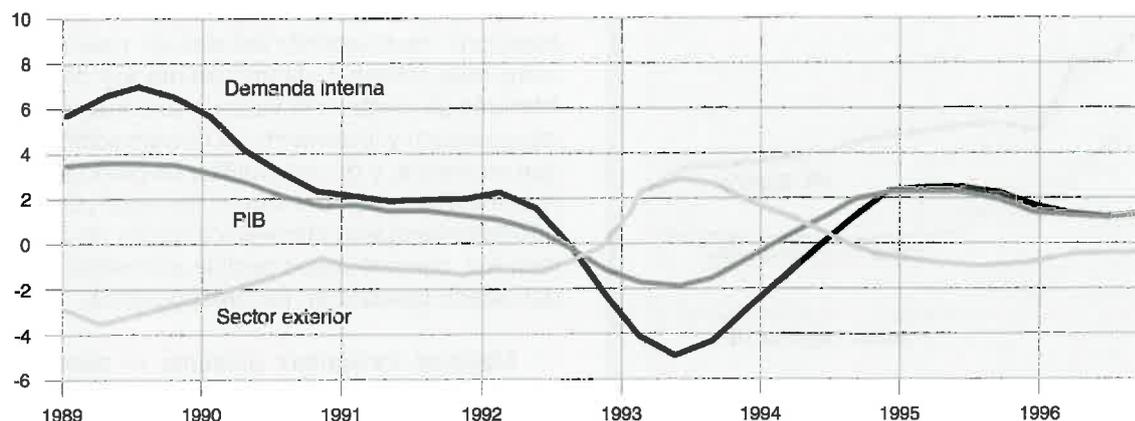
Las líneas económicas mundiales apuntadas anteriormente, son muy similares a las que presentan nuestra economía para los próximos ejercicios: crecimientos moderados (aunque superiores a la media de la Unión Comunitaria) sin tensiones inflacionistas (en nuestro caso al encontramos en niveles más altos) con un claro compromiso de reducción del déficit público por parte de nuestro Gobierno.

Los últimos datos disponibles sitúan el crecimiento de nuestro PIB del tercer trimestre de 1996 en niveles del 2%. La fase de desaceleración vivida desde el año pasado parece haber tocado a su fin. Las previsiones apuntan a un crecimiento medio del PIB entre el 2,8% y el 3% para 1997. Se confía que a la actual fortaleza de la inversión en bienes de equipo y de las exportaciones de bienes y servicios se una la suave pero progresiva mejora del consumo privado a lo largo del próximo año (gráfico núm. 4).

El consumo privado es uno de los factores sobre los que más preocupación existe sobre su evolución en el próximo año, a la vista del débil crecimiento que está registrando. Los últimos datos disponibles permiten sin embargo anticipar una cierta mejora sobre la tendencia registrada a lo largo del año aunque manteniéndose las débiles tasas de crecimiento.

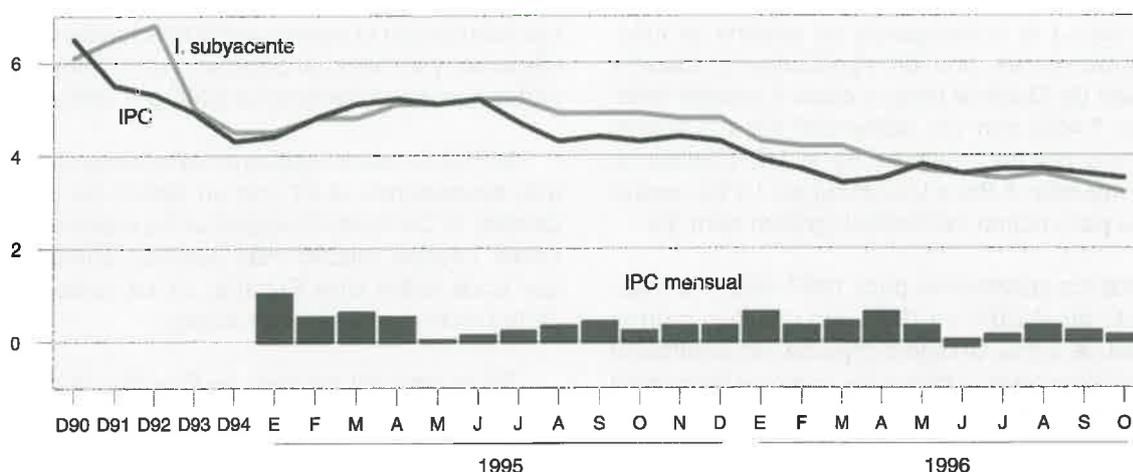
Las previsiones del gobierno incluidas en el Presupuesto 97 anticipan un crecimiento medio del PIB

GRÁFICO NÚM. 4  
**PIB Y DEMANDA INTERNA (PORCENTAJE V. INTERANUAL)**  
**PESO DEL SECTOR EXTERIOR EN EL PIB**



Fuente: INE, Contabilidad Nacional Trimestral. 3º trimestre: estimación B.E.

GRÁFICO NÚM. 5  
**EVOLUCIÓN INFLACIÓN**  
**(Porcentaje de variación)**



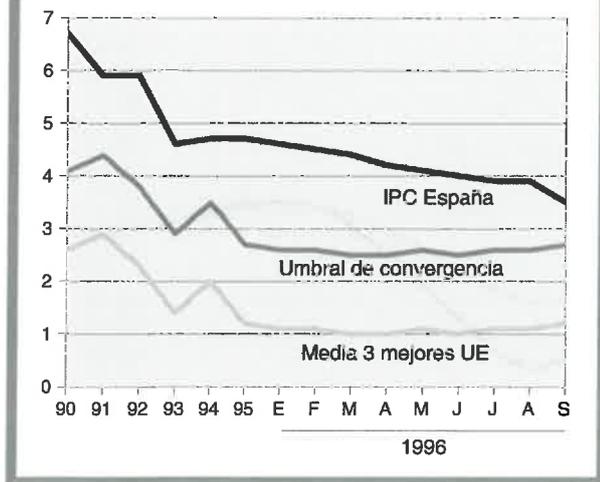
del 3%, consecuencia de una mejora en el consumo privado, hasta niveles del 2,7% y el mantenimiento de la fortaleza de la FBCF (+6,9%) con una ligera aportación negativa del saldo exterior neto (-0,3%). Escenario con el que básicamente coincidimos; coincidente también con el planteado por el Banco de España: crecimiento PIB97: 2,8%-3%, así como con el de los principales organismos internacionales: tanto las previsiones de la U.E. como del FMI apuntan a crecimientos 97 para España (2,7-2,9%) superando la media de la U.E. (2,3-2,4%).

En cuanto a *inflación*, la positiva evolución de esta variable a lo largo del 1996 hace alcanzable el objetivo 96 del Gobierno del 3,4%. La tendencia observada en la inflación en los últimos meses (des-

de Julio) es incluso mejor de lo que cabría esperar al registrarse caídas en las tasas interanuales (de dos décimas a nivel de IPC y de 4 décimas en la subyacente) a pesar del aumento de los impuestos indirectos en el verano (gráfico núm. 5).

Esta evolución mantenida por los diferentes componentes del IPC y su conjunción con una serie de factores favorables (inflación subyacente por debajo del índice general desde Mayo, en el 97 no se sufrirá el efecto negativo de la subida de impuestos y alza del precio de los carburantes del presente ejercicio, la moderación del índice de precios industriales) permitirán romper la barrera del 3% de la inflación durante 1997, pudiendo cerrar a niveles del 2,6%.

GRÁFICO NÚM. 6  
CONVERGENCIA INFLACIÓN



Este contexto ha llevado al propio Banco de España a bajar sus previsiones de IPC de 1997, situándolo en el 2,5%–2,6% para Diciembre. El principal riesgo al alza que permanece, proviene de la evolución salarial.

De cara a la convergencia en materia de inflación, el avance es también significativo al situarse en el mes de Octubre (según datos Eurostat: inflación del 3,4%) con un diferencial de 1,9 puntos respecto a los tres mejores de la UE (Alemania: 1,4%, Finlandia: 1,3% y Luxemburgo: 1,7%), cuatro décimas por encima del umbral (gráfico núm. 6).

Nuestras previsiones para 1997 sitúan la inflación en torno al 2,6% en 1997, con una tasa promedio anual de 2,8%. Un ligero repunte, en la inflación de los países con tasa más baja, como se descuenta en la mayoría de las previsiones, permite que España cumpla este criterio con un alto porcentaje de probabilidad.

Hay que mencionar sin embargo que la Comisión Europea considera la inflación como el punto donde España debe realizar un mayor esfuerzo para lograr entrar en la UME (un cambio respecto a sus anteriores opiniones, cuando consideraba que el déficit público era el punto más conflictivo) situándonos justo en el límite para el cumplimiento de este criterio de cara a Maastricht. Seguramente los buenos resultados de noviembre (inflación cero) permitirán mejorar la visión de estos organismos sobre nuestra estabilidad. El FMI se muestra aún más negativo, colocando nuestra inflación 97 en el 3,1%.

En cuanto al *déficit público*, como en gran parte de los países de la UE, nuestro presupuesto 97 está ajustado al cumplimiento de Maastricht. El Gobierno sitúa el déficit del Estado en el 2,5% que junto con

el 0,2% de Seguridad Social y el 0,3% de las Administraciones Públicas Territoriales, permitiría alcanzar el 3% de déficit total de las AA.PP.

En nuestra opinión, el presupuesto parte de un escenario macroeconómico que se puede calificar como muy probable, de una estimación de ingresos bastante prudente, a la vista del crecimiento económico previsto y al aumento de la imposición indirecta que se realiza, y de una política de gasto ajustada y con la introducción del control mensual por partidas que hace factible la eliminación rápida de desviaciones. Así, consideramos posible el objetivo de déficit del estado previsto en los presupuestos.

Mayores incógnitas presenta el escenario de déficit pactado por el gobierno con las CC.AA (con el nuevo marco de financiación y teniendo en cuenta que el gobierno sólo puede ejercer un control indirecto sobre las administración periférica) y el déficit de la Seguridad Social. Estos dos componentes del déficit de las AA.PP. son los que en mayor medida hacen más incierto el objetivo último de déficit del 3,0%.

En cualquier caso, aunque no se consiguiera, estimamos que el avance sería suficientemente significativo, y próximo al objetivo, como para no descartar nuestra entrada en la UME por este motivo.

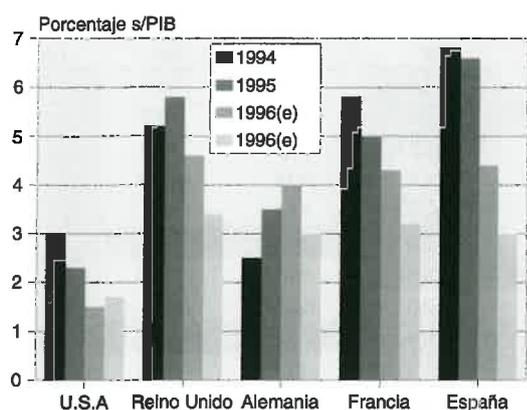
El FMI es más negativo en este tema. Considera que acabaremos el 97 con un déficit del 3,4%, en cambio, la Comisión Europea se ha mostrado en su último informe mucho más positiva: considerando que once (entre ellos España) de los quince países de la Unión cumplirán este criterio.

En el lado del empleo, en España, al igual que en el resto de Europa, no se están apreciando significativas mejoras, por un lado debido al aumento de la población activa y por otro a un crecimiento del empleo inferior al 2% ante el moderado crecimiento de actividad económica. Las estimaciones del Mº de Economía son un aumento del nivel de ocupados del 2% en 1997 (incremento medio anual de 240.000 personas) y una disminución de la tasa de paro al 21,5% de la población activa.

## II. TENDENCIAS MONETARIA-TIPOS

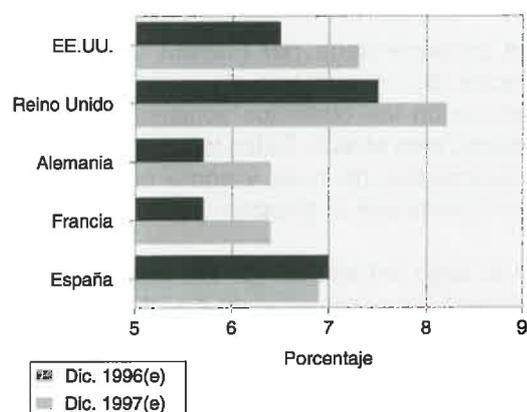
A lo largo del 95 y 96, los descensos de tipos de interés, especialmente en Europa Continental, han sido de gran intensidad. El cuadro económico favorece el mantenimiento de las actuales políticas expansivas apoyadas, además, por el compromiso de reducción de los altos déficit públicos existentes (como se aprecia en el gráfico) lo que se está traduciendo en importantes avances en el proceso

**GRÁFICO NÚM. 7**  
**DÉFICIT PÚBLICOS A LA BAJA**

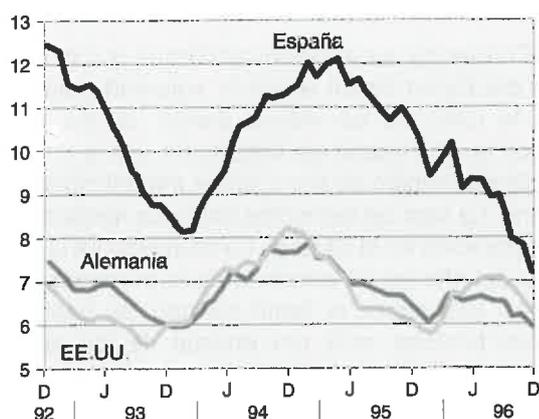


**GRÁFICO NÚM. 8**  
**EN EUROPA TIPOS A LARGO EN MÍNIMOS HISTÓRICOS**

(USA: Bono 30 años, resto países: Bono 10 años)



**GRÁFICO NÚM. 9**  
**EVOLUCIÓN DEUDA 10 AÑOS**



de consolidación fiscal y presupuestaria (gráfico núm. 7).

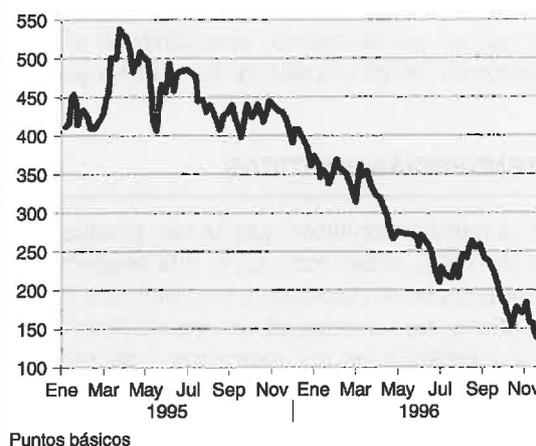
Los tipos de interés a largo plazo se han situado durante 1996 en niveles históricamente bajos con posibilidades de que sigan su tendencia bajista sobre todo en los países tradicionalmente con altas rentabilidades en la parte larga de la curva, como es el caso de España, por simpatía con el euro—optimismo reinante (gráfico núm. 8).

En cuanto a los tipos de interés a corto plazo, las revisiones a la baja de los PIB y las buenas noticias de inflación han permitido continuar con los descensos de los tipos oficiales. Los tipos cortos en Alemania se han situado, después de la rebaja de Agosto pasado, en el 3% el repo y en el 2,5% la tasa de descuento, niveles mínimos en términos históricos que pueden incluso rebajarse si el panorama existente durante el año 96 persiste. En España, la convergencia de nuestras variables nominales y la determinación del Banco España de evitar una peseta excesivamente apreciada se ha traducido en un tipo oficial al 6,25%, no descartándose una drástica reducción en los próximos meses.

En todo caso el "leit motiv" de lo que acontezca con los tipos de interés en Europa vendrá marcado por la consecución de la Unión Monetaria. En España, los mercados han descontado a lo largo de 1996 una previsible entrada de nuestro país en el euro, sino desde su inicio, si en una segunda etapa. El bono a diez años español ha experimentado un recorte en el diferencial respecto al bono alemán en los últimos 12 meses de 400 p.b hasta 125 p.b. (gráficos núms. 9 y 10).

Considerando las estimaciones 96 y 97 de la Comisión Europea en cuanto a inflación, déficit y deuda, y tomando los tipos de interés a largo plazo

**GRÁFICO NÚM. 10**  
**DIFERENCIAL BUND-BONO**



CUADRO NÚM. 1  
INDICADORES DE CONVERGENCIA ESTIMACIONES C.E.  
(Noviembre 1996)

	INFLACIÓN (PORCENTAJE)		DÉFICIT PÚBLICO (PORCENTAJE DEL PIB)		DEUDA (PORCENTAJE DEL PIB)		INTERÉS L.P.
	1996	1997	1996	1997	1997	1997	14 Nov. 1996
Bélgica.....	2,0	2,1	3,3	2,9	130,6	127,0	6,0
Dinamarca.....	2,0	2,4	1,4	0,3	70,2	67,8	6,3
Alemania.....	1,3	1,7	4,0	2,9	60,8	61,9	5,8
Grecia.....	8,5	6,9	7,9	6,5	110,6	109,3	
España.....	3,6	2,9	4,4	3,0	67,8	67,1	7,3
Francia.....	1,3	1,4	4,0	3,0	56,4	58,1	5,3
Irlanda.....	2,0	2,2	1,6	0,9	74,7	70,0	6,8
Italia.....	3,9	2,9	6,6	3,3	123,4	122,3	7,6
Luxemburgo.....	1,7	2,1	0,9	0,5	7,8	8,3	6,0
Holanda.....	1,9	2,0	2,6	2,5	78,7	76,5	5,8
Austria.....	2,0	1,9	4,3	3,0	71,7	72,2	5,9
Portugal.....	3,3	3,0	4,0	2,9	71,1	69,0	7,2
Finlandia.....	0,9	1,6	3,3	2,2	61,3	61,5	6,5
Suecia.....	1,7	2,3	3,9	2,9	78,1	77,6	7,4
Reino Unido.....	2,5	2,4	4,6	3,5	56,2	57,0	7,3
Criterio.....	2,9	3,0	3,0	3,0	60,0	60,0	8,0

Inflación: Umbral: tres menores más 1,5 p.p.; Def. Púb.: Umbral: 3% del PIB; Deu. Púb.: Umbral: 60% del PIB; Interés L.P.: Umbral: tres con menor inflación más 2 p.p.

actuales de estas economías, en términos estrictos únicamente Luxemburgo y Francia cumplirían todos los criterios en el 97. En cualquier caso, se observa que salvo en el criterio Deuda, la mayoría de las economías cumplirían el resto de criterios (cuadro núm. 1).

A este respecto y a pesar de los reparos del Bundesbank, el mercado se está decantando, cada vez más, por una interpretación flexible de los criterios de Maastricht que de cabida en el 99 a la practica totalidad de los países que conforman la Unión (con la salvedad de Grecia y el Reino Unido) esta opción puede ponerse en los próximos meses en tela de juicio y esto se traducirá en volatilidad en los mercados. Sin embargo, seguimos creyendo que la decisión final no se ceñirá a lo económico y la UME se iniciará con un amplio número de países.

Así, nuestra perspectiva de tipos para 1997 es tipos cortos en descenso, acercándose al 5%, y reducciones del diferencial frente al bund alemán.

### III. TENDENCIAS POLÍTICAS

Los cambios políticos que se han producido a lo largo de 1996, sobre todo en lo que respecta a las alternancias en el Gobierno y los conflictos políticos domésticos, han producido un alto nivel de convulsión y volatilidad en los mercados. Las primas de riesgo, los índices bursátiles, los tipos de cambio han reaccionado de forma violenta a incertidumbres en el plano político. Basta recordar la enorme vola-

tilidad experimentada por Francia cuando tras la formación de un gobierno de centro derecha, se recrudecieron los conflictos sociales, con huelgas que paralizaron el país. Todos tenemos en mente los acontecimientos de Italia y como no, lo acaecido recientemente con la situación política española.

A lo largo del año se han ido esclareciendo las incertidumbres principalmente en USA, Alemania y Japón con un mantenimiento del *status quo*, quedando a futuro previsibles cambios de Gobierno en el Reino Unido y las elecciones alemanas de 1998 en las que Helmut Kohl optará a la reelección.

La estabilidad política es la tónica imperante en el mundo, con la existencia de Gobiernos con mayorías estables que están dando una sensación de credibilidad y de confianza a los mercados en relación al desarrollo de políticas económicas tendentes al control de los desequilibrios macro existentes.

En Europa, se puede concluir que con la excepción del Reino Unido existe la voluntad política de que la UME se constituya dentro de los plazos fijados en el Tratado de Maastricht aún a costa de una flexibilización de los criterios establecidos en el mismo. La falta de definición británica respecto a su incorporación en la UME se ha traducido en la última parte del año en un aumento de la prima de riesgo de los *gilts* sobre el *bund* alemán de hasta 200 puntos básicos, muy por encima de los *spreads* exigidos a los bonos españoles e italianos, 125 y 175 puntos básicos, respectivamente. Este fenómeno refleja la percepción negativa con que los merca-

dos recogen la indefinición política en el Reino Unido.

En España, tras un período de gran incertidumbre política desde 1994, con escándalos, poca visibilidad de una alternativa óptima, salida de capital por parte de la inversión internacional ante una percepción de italianización de la política española, *nos encontramos, tras las elecciones generales de Marzo de 1996 con la formación de un gobierno, viable, estable y de consenso, después de un largo período de gobiernos socialistas.*

La existencia de un consenso político y de coresponsabilización por parte de otras fuerzas parlamentarias y el que no se haya producido una debacle en la fuerza parlamentaria del PSOE, nos lleva a concluir que se ha producido *una sana alternancia de poder*, equiparándose la joven democracia española a la tradición democrática europea.

La principal incertidumbre que ha pesado sobre el mercado español radicaba en la futura política económica del nuevo gobierno y de si sería capaz de implementar los cambios estructurales necesarios en nuestra economía: disciplina presupuestaria, reducción gasto público, liberalización de servicios, flexibilización laboral, reforma del sistema de bienestar, control déficit público, etc ...

La presentación de los Presupuestos Generales del Estado y las decisiones adoptadas por el Gobierno en cuanto a la liberalización de sectores regulados en la economía española: electricidad, gas, telecomunicaciones, etc ..., así como, el Plan de Privatizaciones aprobado y que se ha comenzado a desarrollar en el último trimestre de 1996, apuntan una voluntad política de afrontar los temas arriba mencionados con rigor (gráficos núms. 11 y 12).

Esto es lo que los mercados están percibiendo en este momento. Como podemos apreciar en el gráfico que evalúa la prima de riesgo pura, esto es, la parte del diferencial del bono español respecto al *bund* alemán no explicada por el diferencial de nuestra inflación respecto al criterio IPC Maastricht, es decir, el margen de confianza que suscita el mercado español en atención no sólo a criterios actuales macro sino a la percepción futura tanto económica como política, ha continuado su rebaja de manera importante con posibilidades de aun mayores reducciones.

#### IV. TENDENCIAS CORPORATIVAS

Los movimientos corporativos y los procesos de concentración y diversificación a nivel mundial han sido la nota dominante durante 1996. Las grandes

GRÁFICO NÚM. 11  
DIFERENCIAL BONO 10Y - BUND  
vs Díf. IPC España - Criterio IPC Maastricht

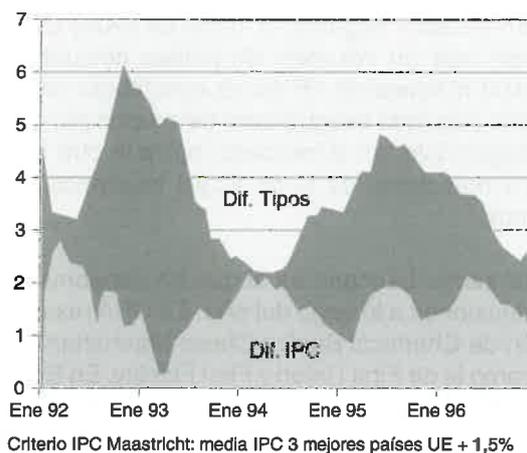
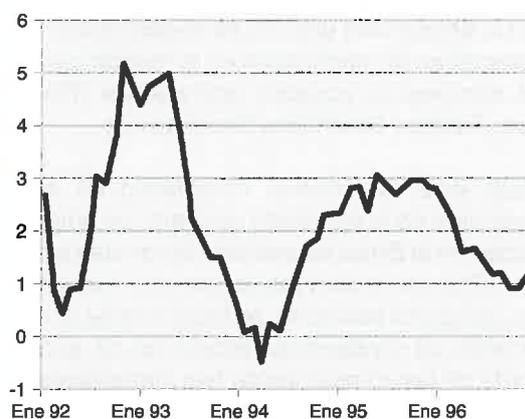


GRÁFICO NÚM. 12  
PRIMA RIESGO PURO



compañías multinacionales líderes en cada uno de los sectores están realizando movimientos de concentración y fusión, tanto a nivel doméstico como intraeuropeo y trasatlántico. Durante los últimos meses se han repetido operaciones de gran calado. Un entorno de competencia globalizada ha disparado las operaciones corporativas transnacionales en los últimos meses.

En el sector de las telecomunicaciones la fusión de British Telecom con la americana MCI ha constituido la operación trasatlántica, en términos de volumen, más importante realizada por una compañía Europea hacia Estados Unidos (54.000 M. de dólares). La resultante *Concert* queda en segundo puesto por tamaño en el negocio de la telefonía de larga distancia. El proceso de liberalización que se está viviendo en el sector se ha traducido en privatizaciones de segundas licencias, tanto en telefonía

básica como en móvil, y en la constitución de consorcios transnacionales compitiendo internacionalmente en los procesos de privatización: Unisource, Global-One, Concert, etc.

En el sector seguros, la fusión de AXA y UAP en Francia con un volumen de primas conjuntas de 313.100 millones de FF se ha constituido en 1996 como la segunda aseguradora del mundo por detrás de Nippon Life, en el mercado inglés la otra operación a mencionar es la de Royal Insurance / Sun Alliance.

El sector bancario es el que ha experimentado megafusiones a lo largo del año. En USA resaltan la fusión de Chemical Bank y Chase Manhattan Bank, así como la de First Union y First Fidelity. En Europa, Fortis ha adquirido el Banco de Inversión Mees Pierson y los Bancos Españoles BBV y Santander han realizado importantes adquisiciones bancarias en Latinoamérica (Banco Ganadero, Probusa, Banco Continental, Banco Francés, Banco Interandino... etc).

Por último, la fusión de Ciba Geigy y Sandoz en Suiza ha despertado una ola de especulación entre las compañías farmacéuticas en el mundo con continuos rumores de posibles operaciones (Roche / Zeneca, Roche / Smithkline Beecham ...).

*Todo este movimiento corporativo ha estado acompañado de la ejecución por parte de empresas cotizadas en la Bolsa de políticas tendentes a remunerar suficientemente a los accionistas. Las ampliaciones de capital liberadas, reducciones de nominal, incremento de dividendos, recompras de acciones por parte de las compañías se han intensificado a lo largo del año provocando un aumento de liquidez en el sistema antes no conocido, que ha facilitado la bonanza experimentada por los mercados financieros.*

Por otra parte, el proceso de Privatizaciones se ha intensificado a lo largo de 1996. La liberalización de los servicios regulados en un entorno de libre competencia y la necesidad de rebajar el endeudamiento público como elemento de mejora en los desequilibrios presupuestarios ha impulsado las privatizaciones en Europa. Durante 1996, los mercados han absorbido con facilidad las privatizaciones realizadas, si bien se han centrado en aquellas empresas públicas ya consolidadas en sus respectivos mercados y que se han considerado blue chips por los agentes inversores.

El interés que han despertado estas operaciones ha sido muy grande, tanto en los tramos detallistas para los inversores particulares como para la inversión institucional. Por poner un ejemplo, en

Alemania, Deutsche Telekom ha tenido una sobreponderancia en la suscripción de treinta veces, a pesar de ser la mayor privatización por volumen que se ha realizado en Europa en todos los tiempos. (20000 M de DM). Las privatizaciones se están orientando cada vez más hacia la inversión particular, concediendo incentivos que fidelizan y favorecen la popularidad de las colocaciones.

Otro tipo de operaciones se han realizado sobre compañías públicas que ya se habían introducido en el mercado con anterioridad y en las que la participación del Estado no era mayoritaria. Este ha sido el caso de BP, Elf, National Grid, National Power, Power Gen, que han sido colocadas privadamente entre instituciones financieras a través de Bancos de Inversión sin la existencia de una Oferta Pública de Venta.

### Privatizaciones en España

El nuevo Gobierno irrumpe en la escena política con un Plan de choque en el terreno de las privatizaciones, con el establecimiento de las Bases del Programa de Modernización del Sector Público y con un nuevo entramado institucional público como los organismos gestores de las empresas públicas.

La SEPI, el SEPPA y la AIE cada uno de ellos dependientes del Ministerio de Industria, del de Economía y del de Fomento, se constituyen como los agentes gestores del proceso de privatización. A este respecto, su misión consiste en formular la propuesta concreta de desinversión, solicitar el dictamen del Consejo consultivo de Privatizaciones (Organismo *ad hoc* que vela por el cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia), elevar la propuesta y dictamen al Consejo de Ministro y realizar posteriormente la venta concreta. Un elemento innovador del nuevo esquema planteado es la existencia de un Consejo político entre los tres Ministerios implicados que toma las decisiones coordinadamente. En contraposición con la etapa anterior, son las sociedades estatales las que se implican directamente en las operaciones de venta, quedando fuera de estas decisiones los gestores de las empresas a privatizar. Los principios informadores del proceso de privatizaciones serán por un lado maximizar el valor del patrimonio público, y por otro lado asegurar la mejor alternativa de viabilidad.

El Gobierno, inmediatamente después de llegar al poder, declara su intención de iniciar con urgencia el proceso privatizador anunciando que dicho proceso tendrá un carácter global afectando a todas y cada una de las empresas públicas, si bien según

sus circunstancias diferencia distintos grupos de empresas:

1. Aquellas que ya están consolidadas y que por tanto están en condiciones de privatizarse de inmediato: Telefónica, Repsol, Gas Natural, Argentario, Tabacalera, Ence, etc.

2. Aquellas que operan en sectores que, antes de su privatización, hay que liberalizar: Endesa.

3. Aquellas que requieren de un proyecto de empresa que garantice su futuro, como paso previo a su privatización: Transmediterránea, Sefanitro, Iberia, Babcock Wilcox entre otras.

Este proceso ha creado importantes expectativas en España, con posicionamientos estratégicos de entidades financieras españolas en empresas públicas, por ser consideradas sectores claves de la economía española: Telefónica, Endesa, Argentario y Repsol. La creación de los "núcleos duros" ha sido otro de los fenómenos a mencionar en este proceso.

Asimismo, se han producido posicionamientos estratégicos de las propias empresas públicas como es el caso de Endesa que ha lanzado en la última parte del año dos OPAS sobre FECSA y Sevillana con el fin de consolidar su posición de cara a la liberalización del sector y de equilibrar su mix de generación y distribución que la haga más atractiva para privatizaciones futuras. Para Enero de 1997 se va a realizar la venta del 21% de Telefónica, último porcentaje en manos del estado, seguida previsiblemente por la venta del 10% restante de Repsol, el 24% de Argentario y una tercera parte de la posición estatal en Endesa. Como se puede apreciar en el cuadro que se adjunta el volumen a privatizar alcanza unas cifras considerables (cuadro núm. 2).

Por último señalar que durante este último trimestre del año se han vendido con éxito el 3,5% de Gas Natural y la AIE ha aceptado la OPA de Fertiberia sobre su 52% en Sefanitro.

CUADRO NÚM. 2  
PRINCIPALES PARTICIPACIONES DEL ESTADO EN BOLSA

M. ptas.	PARTICIPACIÓN (Porcentaje)	V. MERCADO
Telefónica .....	21	577.218
Repsol .....	10	136.200
Argentario .....	28	183.381
Endesa .....	67	1.476.562
Tabacalera.....	52	104.549
Ence .....	53	17.718
<b>TOTAL.....</b>		<b>2.495.628</b>

En definitiva, los mercados financieros van a estar condicionados por el éxito de estas operaciones y por la facilidad con que se recupere del drenaje de liquidez que se le va a pedir al mercado bursátil en España a lo largo de 1997.

En lo relativo a la liquidez existente en los mercados de capitales españoles es significativo señalar que la Bolsa Española, es especialmente reactiva a los descensos de tipos de interés por su escaso componente cíclico, cuenta con una baja inversión doméstica y una casi nula exposición de los Fondos de Inversión a la renta variable como se aprecia en el gráfico que sigue. Es por ello, por lo que no parece preocupante la avalancha de empresas que van a demandar recursos de capital de los mercados bursátiles, siendo optimistas y apostando por exitosas colocaciones para 1997 (gráficos núms. 13 y 14).

GRÁFICO NÚM. 13  
PATRIMONIO FONDOS INVERSIÓN

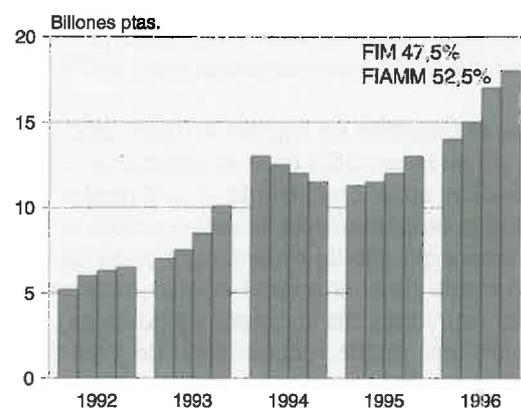
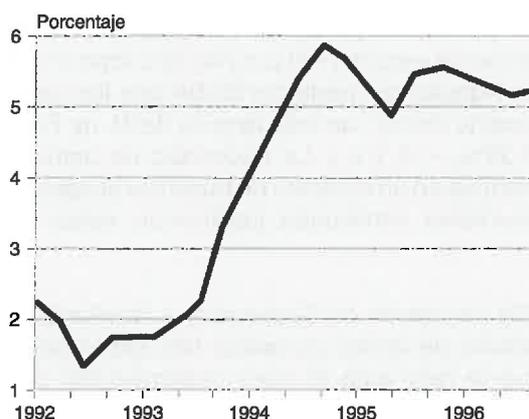


GRÁFICO NÚM. 14  
PORCENTAJE INVERSIÓN RENTA VARIABLE EN FIM



## V. TENDENCIAS MERCADOS FINANCIEROS

*A finales de año, todas las bolsas, tanto las europeas como Wall Street, se encuentran marcando máximos históricos (con subidas acumuladas en el año en torno al 20-28% en todas las bolsas con la excepción de Londres) apoyadas en el buen comportamiento de los mercados de bonos, en el mantenimiento de tipos en EE.UU. y en el impulso dado a la UME, tras la determinación de los distintos gobiernos europeos en cumplir los criterios de convergencia (cuadro núm. 3).*

El perfil alcista que habían mantenido las principales bolsas durante el primer semestre, se vio frenada en el mes de Julio por el creciente temor (a la vista de la fortaleza de los datos sobre la economía USA) de un alza en los tipos por parte de la FED para evitar un posible rebrote inflacionista. *Los niveles máximos que estaba marcando Wall Street y la ruptura de soportes en este mercado, provocó cierto pánico ante posibles fuertes correcciones, las cuales se llegaron a materializar a mediados de Julio, marcando un mínimo de 5.182 (intra day, frente al 5.655 con el que cerró el semestre) y con volúmenes récord. Gran parte de este movimiento (aunque con menor intensidad) se trasladó al resto de las bolsas.*

La publicación en Agosto de unos datos económicos mixtos en USA (que evidenciaban cierta ralentización en el crecimiento y confirmaban la ausencia de tensiones inflacionistas) redujo el temor a una inminente subida de tipos por parte de la FED (confirmado posteriormente con su mantenimiento en las reuniones de los meses siguientes), lo que permitió una rápida recuperación de Wall Street e introdujo también mayor tranquilidad al mercado de bonos USA. El bono a 30 años se situó de nuevo por debajo del 7%. A lo largo de los últimos meses (Septiembre–Noviembre), los datos en EE.UU. han continuado ratificando este retraso en la subida de tipos en EE.UU., colocándose el bono a 30 años en el 6,45%.

Las bolsas europeas recuperaron también parte de las posiciones perdidas, viéndose además apoyadas por el recorte (-30 p.b.) del tipo repo al 3% (el 22 de Agosto) por parte del BUBA que fue seguido del recorte del tipo de intervención del B. de Francia (al 3,35%, -15 p.b.). La necesidad de activar las economías en un contexto de ausencia de tensiones inflacionistas continuaba justificando estas medidas.

*En los meses de Septiembre a Noviembre, los mercados de bonos europeos han experimentado un fuerte rally ante la clara determinación de los diferentes gobiernos europeos de cumplir los criterios de convergencia, puesta de manifiesto en la*

CUADRO NÚM. 3

	12/12/96	31/12/95	VAR. AÑO (%)
IGBM.....	404,18	320,07	26,2
IBEX-35.....	4.663	3.631	28,4
FTSE 100.....	3.990	3.689	8,1
CAC 40.....	2.212	1.872	18,1
DAX.....	2.847	2.254	26,3
DJI.....	6.390	5.117	24,8

*presentación de los respectivos proyectos presupuestarios para 1997. La U.M.E. ha ganado también credibilidad y confianza con la decisión del Gobierno Italiano de introducir nuevamente la lira en el SME. Todos estos impulsos dados a la UME han favorecido una importante caída en el diferencial de tipos a largo plazo en los países periféricos europeos, especialmente el español (a niveles del 130 p.b.) y el italiano (190 p.b.).*

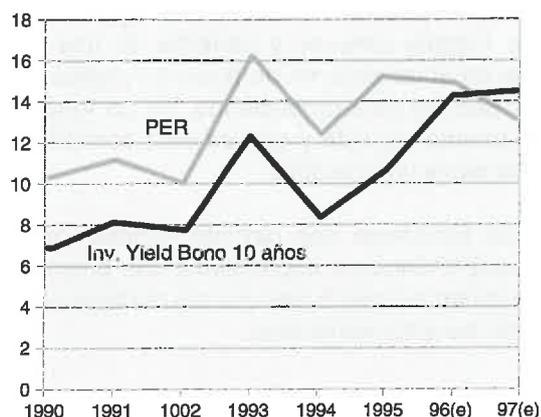
Este fuerte recorrido experimentado por los mercados de bonos europeos (bund y el 10 años francés al 5,80% frente niveles del 6,5% Junio, 10 años español: 7,1% del 8,8%) se ha trasladado claramente al mercado de renta variable provocando máximos en todas las bolsas europeas. El mantenimiento de las expectativas de algún recorte adicional en los tipos directores del BUBA (en función de la evolución de la actividad económica alemana y especialmente de los datos de la M3), la ausencia de tensiones inflacionistas en el entorno europeo y la recuperación del dólar en la segunda mitad del ejercicio (a 1,52 DM de 1,48 DM anteriores) son elementos que apoyan también el buen comportamiento de los mercados.

En nuestro caso el margen de recortes de tipos por parte del BE es claro, una vez conocidos las líneas generales de los presupuestos de 1997. *Más aún, el recorte de 50 p.b. realizado el 3 de Octubre en el tipo cebes (al 6,75%) no parece que sea el último en el año, si continúa la buena evolución de la inflación (apoyada por las medidas liberalizadoras llevadas a cabo por el gobierno) y si el clima social y las medidas de control presupuestario no permiten anticipar desviaciones en el objetivo del déficit previsto.*

*El bono a 10 años se ha situado en niveles cercanos al 7% reduciéndose el diferencial con el bund a mínimos históricos (niveles de 130 p.b.), reflejo de una mayor credibilidad en las posibilidades de nuestra economía para entrar en una UME que ha recibido un nuevo impulso por todos los países europeos.*

Así con el apoyo del mercado de deuda (a nivel nacional e internacional) y del resto de las bolsas (europeas y de N.Y.) la bolsa española se ha situado

GRÁFICO NÚM. 15  
EVOLUCIÓN PER E INVERSA  
DEL BONO 10 AÑOS



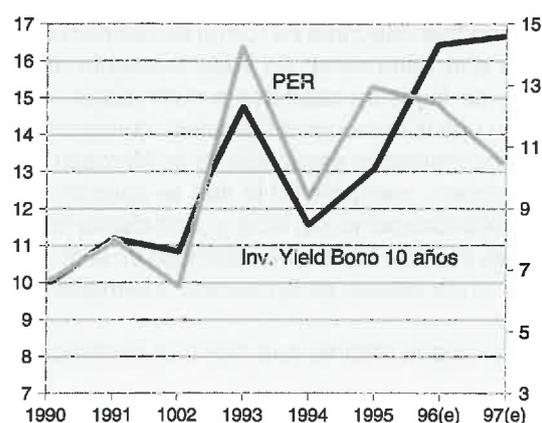
en niveles de máximos históricos, superando la cota del 4.600 puntos en el Ibex, con una subida desde inicio de ejercicio del 28%, y con un índice IGBM por encima del 400.

De cara al próximo ejercicio y a las perspectivas de los mercados financieros, el entorno en el que nos encontramos es muy favorable: contextos económicos favorables tanto a nivel doméstico como internacional (Los crecimientos e inflaciones en Europa justifican el mantenimiento de las actuales políticas monetarias expansivas), mayor confianza en cuanto a la consecución de una UME amplia y optimismo en cuanto a nuestra entrada en la misma.

Este euro-optimismo se está viendo claramente reflejado en los bonos a nivel europeo con caídas significativas en la rentabilidad, con especial intensidad en los países periféricos (caso italiano y español). Así, el bono español a 10 años se ha situado en niveles del 7-7,1% reduciéndose el diferencial con el bund hasta los 130 p.b., logrando en ambos casos mínimos históricos. Consideramos que esta reducción de diferencial respecto al bund alemán puede continuar a lo largo de 1997 (hasta 50 p.b.), si se continúan confirmando los avances de nuestras variables macro y se afianza la perspectiva de nuestra pronta entrada en la U.M.E..

En este entorno, nuestra bolsa ha recogido una buena parte del movimiento de la deuda, pero no totalmente. En los siguientes gráficos, se muestra la evolución del Per y de la inversa del Bono a 10 años en los últimos ejercicios (movimiento acompasado), percibiéndose (una vez solapadas las escalas) que en el momento actual el movimiento de nuestra deuda no ha sido recogido plenamente por nuestra bolsa (línea de per claramente por debajo de la línea inverso del bono) (gráficos núms. 15 y 16).

GRÁFICO NÚM. 16  
SOLAPANDO ESCALAS



Así, nuestra bolsa no ha recogido todavía el movimiento ya registrado por los tipos. Mientras se mantenga latente la posibilidad (credibilidad) de nuestra incorporación a la UME, se mantendrá la fortaleza de la bolsa (así como del mercado de deuda) aumentando el potencial de subida a medida que continúe la caída de tipos a largo y la reducción del diferencial con el bono alemán. Factible en la medida en que las variables macroeconómicas y de control de déficit público permitan confiar en nuestra incorporación en la UME dentro del grupo de cabeza.

Existen, sin embargo, una serie de factores de riesgo, generadores de volatilidad:

Cambio en la política monetaria por parte de la FED, en respuesta a un fuerte crecimiento económico mayor de lo deseado que pudiera provocar tensiones inflacionistas.

Dudas en cuanto a la posibilidad de acceso a la UME de nuestro país frente al actual sentimiento positivo que se está descontando.

Mantenemos unas favorables perspectivas para la bolsa española, apostando (mientras se mantenga la confianza en la efectividad y eficacia del nuevo Gobierno) por la "ilusión" de acceso a la UME y el favorable efecto para un mercado considerado periférico. En este escenario, consideramos que nuestro índice Ibex-35 puede alcanzar, sin dificultad, la cota de los 5.100-5.300 puntos a lo largo del 97 (+14%).

## CONCLUSIÓN

Tras este repaso de lo acontecido durante 1996 en los mercados financieros podemos concluir, con

la afirmación de que España cuenta con unos mercados de corte europeo preparados para participar de forma estable en el circuito de inversión internacional, como mercado Periférico Europeo, sobre todo viéndose afectada de forma similar por las tesis -ideas que determinan en cada momento el movimiento de flujos de capitales a nivel global. La percepción que la comunidad financiera internacional tiene de los mercados españoles es de Mercado Periférico Europeo, categoría en la que se agrupan ciertos mercados escandinavos, Italia y otros del sur de Europa, cuya característica más reseñable es la de participar de forma estable de la inversión internacional.

Hoy puede decirse que hay una posibilidad real

de que nuestro país participe en la primera fase de la UME. En todo caso la economía española está en proceso de reequilibrar sus tradicionales desequilibrios, con un Gobierno que parece decidido en su política presupuestaria y fiscal a conseguir dicho fin. El que España canalice y participe de una forma estable en el movimiento de flujos de capital que a nivel global se está produciendo, es un fenómeno relativamente reciente y que se está consolidando durante estos últimos años.

Este fenómeno nos permite concluir que los mercados financieros españoles están preparados para afrontar las vicisitudes que sin duda se presentarán en los años venideros.

# PUNTO DE VISTA

## BALANCE ECONÓMICO DEL AÑO El Gobierno del PP torea la economía sin entrar a matar

*Enric Tintoré*  
*Coordinador-jefe de la Sección de Economía de "La Vanguardia"*

El Gobierno de Aznar cumple prácticamente ocho meses al cierre del año. En este tiempo ha hecho menos de lo que se esperaba. Su grana virtud ha sido no cometer errores, cumplir con la ortodoxia presupuestaria, apostar por la moneda única europea y mantener el liberalismo como norte. Esto ha sido suficiente para ganarse la confianza de los empresarios, de los mercados financieros y de las principales instituciones económicas y monetarias tanto españolas como internacionales.

El mero hecho de haber subido al poder al comienzo del año y de establecer la alternancia política, al asumir el relevo del PSOE sin traumas, fue de entrada suficiente para que el Partido Popular garantizase un horizonte de estabilidad para la política y la economía españolas. Este marco quedó confirmado con la alianza electoral con CIU, con el PNV y con Coalición Canaria, que durante todo el ejercicio se ha desarrollado con normalidad y ha permitido aprobar los presupuestos del Estado para 1997. Ello ha exigido la firma de un nuevo pacto autonómico para dotar de mayor soberanía fiscal a las comunidades autónomas, con la cesión a las mismas del 30 por ciento del Impuesto sobre la Renta. Pese al rechazo del PSOE, este pacto debe tener consecuencias positivas, en la medida que contribuirá a reforzar la corresponsabilización fiscal de las autonomías, que resulta básica para el control del gasto público.

A juzgar por el comportamiento de los mercados financieros, el balance de estos primeros ocho meses de Gobierno es excelente. El diferencial de tipos de interés a largo plazo con Alemania, que es el principal indicador de confianza, se ha reducido hasta mínimos históricos y apenas es de un punto. Esto quiere decir que los mercados ven a España en

la parrilla de salida de la moneda única europea, con el déficit público controlado, con una inflación progresivamente cercana a la alemana y con unos niveles de crecimiento sostenido en el tiempo.

### Buenas expectativas

La evolución de las principales variables económicas presenta un perfil favorable: crecimiento para todo el año del 2,3 por ciento, según la mayoría de las estimaciones, inflación del 3,2 por ciento —inferior en tres décimas a la previsión oficial—, reducción de 165.000 parados registrados como tales en las oficinas del Inem, aumento del 11,4 por ciento en las exportaciones, disminución del 14 por ciento del déficit comercial, incremento del 7,4 por ciento en los ingresos por turismo, superávit de 190 millardos en la balanza de pagos, contención del déficit público en el 4,4 por ciento del PIB y un espectacular aumento del ahorro privado, con más de 16 billones de pesetas colocados en los fondos de inversión.

La reducción en casi tres puntos de los tipos de interés durante el año ha sido el gran regalo que ha tenido el Gobierno Aznar en sus primeros meses de mandato. Ello supone de entrada una ayuda caída del cielo —con la que ya contaba Rodrigo Rato— para abaratar el coste de la financiación de la deuda pública y reducir todavía más el déficit público, tanto en este ejercicio como en el próximo. Pero, además, supone un fuerte estímulo para reanimar el consumo y la inversión en el marco de esta estabilidad y confianza que otorga el previsible ingreso de España en la primera velocidad monetaria europea.

La situación es buena y las perspectivas parecen mejores. Eso no debe silenciar, sin embargo, que el Gobierno del Partido Popular ha pasado en

1996 de puntillas sobre los principales problemas del país, ha efectuado los arreglos de maquillaje imprescindibles y ha dejado para mañana lo más duro. Eso es una estrategia que resulta válida políticamente —aunque no parece que le haya hecho ganar votos— y que quizás resulte necesaria cuando se gobierna sin mayoría absoluta. Pero, en cambio, no resulta una actuación plenamente adecuada desde el punto de vista económico para afrontar el futuro con éxito.

### **Castigo a la construcción**

Los presupuestos de 1997 limitan el gasto público lo máximo que se puede —y crece el 2,1 por ciento, cinco décimas por debajo de la inflación prevista— sin entrar a fondo en reformas estructurales.

El Gobierno ha congelado el sueldo de los funcionarios, reduce los gastos corrientes, rebaja las ayudas a las empresas del Estado —lo que casi nunca se consigue en la práctica— y castiga duramente la inversión pública, que baja el 13,7 por ciento.

Hecho esto, el Gobierno cumple por los pelos las condiciones fiscales exigidas por Maastricht. Lo que sucede es que con esta política presupuestaria de querer hacer tortillas sin romper los huevos —y que tanto utilizaron los socialistas— se castiga la inversión pública y ello puede incidir muy negativamente en el sector de la construcción, que es una de las principales locomotoras de la actividad, y por tanto en el crecimiento global de la economía.

### **Nueva era presupuestaria**

La situación del sector de la construcción, además, es doblemente grave porque las alternativas diseñadas para financiar las infraestructuras con capital privado registran un enorme retraso. El Ministerio de Fomento, muy poco acostumbrado a este tipo de operativas, ha sido incapaz de poner en marcha los mecanismos adecuados. Por si fuera poco las nuevas privatizaciones, cuyos ingresos debían nutrir las anunciadas sociedades mixtas de financiación de infraestructuras, sufren notables retrasos. Este año el Estado ingresará en caja 300.000 millones de pesetas menos por culpa de la citada demora.

Los presupuestos de 1997 no se podrán repetir. Con ellos acaba la era de la componenda presupuestaria. Las nuevas reducciones del gasto público, para cumplir en 1998 con el pacto de estabilidad del euro, recientemente firmado por los Quince países europeos, exigirán pinchar en hueso y afrontar las reformas estructurales del gasto que tanto el

PSOE como el PP han venido aplazando. Eso deberá conllevar la eliminación de subvenciones, la reducción de las ayudas sociales, la aplicación de nuevas tasas —que tanta polémica generaron durante el verano— y, fundamentalmente, un nuevo replanteamiento de la financiación sanitaria, con una mayor aportación dineraria de los usuarios.

### **El pacto de las pensiones**

El pacto sobre las pensiones firmado con los sindicatos ha sido también muy bueno para José María Aznar políticamente y, sobre el papel, también para los pensionistas. Pero la cuestión es que ese pacto solventa sólo a medias el problema de la Seguridad Social, contempla un horizonte temporal muy corto y, sobre todo, carga sobre las empresas la mayor parte del coste de su financiación al establecer las bases de cotización sobre salarios reales, lo que constituirá un mayor impuesto sobre el empleo. Este aumento de las cuotas a la Seguridad Social no estaba previsto. Al contrario, el Partido Popular había prometido que bajarían nada menos que cinco puntos.

Habrían sido necesarias medidas más restrictivas del gasto público en pensiones, a juicio de los expertos, para garantizar el futuro del sistema público de la Seguridad Social. Pero esto se ha dejado para dentro de cinco años, cuando haya que renovar el citado pacto. De momento, mientras, el Gobierno busca soluciones para financiar el déficit de la Seguridad Social, que este año se incrementará en unos 500.000 millones de pesetas, según advirtió José Barea, secretario de Estado de la Oficina Presupuestaria del Gobierno, y llegará a un total de 1,2 billones de pesetas.

### **Reforma laboral pendiente**

La reforma laboral ha sido otro de los toros con los que no se ha atrevido el Gobierno, en contra de lo que todos los empresarios esperaban, y ha pasado la "patata caliente" a las negociaciones que sobre este asunto desarrollan la patronal y los sindicatos. Pero estas negociaciones, en la actualidad, se hallan bloqueadas.

José María Aznar, Rodrigo Rato y Jordi Pujol han mantenido una estrategia encaminada a buscar el entendimiento con CC.OO y UGT con el objetivo de lograr moderación salarial en 1997, para contener la inflación, lo que es fundamental para entrar en la moneda única, a cambio de no imponer por decreto una mayor liberalización del mercado de trabajo. En este marco consideran prioritario salvaguardar la paz social y, para ello, apuestan por lograr la reforma laboral por consenso. "Un acuerdo sobre la reforma laboral, aunque no sea perfecto, siempre será mejor

que una ley sin consenso", ha llegado a decir Jordi Pujol.

La citada estrategia del Gobierno con los sindicatos no ha evitado huelgas importantes, como lo demuestra las realizadas por los mineros, los funcionarios y los trabajadores de la Renfe, tampoco ha logrado la moderación salarial, tal como ha denunciado el Banco de España, y ha evitado que se avance sobre la reforma laboral, a la vista del bloqueo que sufren las negociaciones entre sindicatos y patronal. Ello supone un grave perjuicio para la creación de empleo estable en España, uno de los países europeos con mayor tasa de paro y con un nivel de temporalidad que llega ya al 36 por ciento de todos los contratos.

### **Beneficios políticos y sindicales**

La creación de empleo sale perjudicada con la citada política de paños calientes. En cambio, ha habido un claro beneficio político para José María Aznar, que ha logrado con ello borrar su imagen de "derecha salvaje", trasladando el Partido Popular hacia el centro, al demostrar a la opinión pública que puede entenderse con los sindicatos. Pero no hay que olvidar que, paralelamente, CC.OO y UGT han salido también muy reforzados con esta jugada, ya que aparecen como los que han parado los pies a las ambiciones neoliberales de la derecha.

El reforzamiento político de los sindicatos puede tener en el futuro un mayor coste político para Aznar que el beneficio que ha obtenido por las fotos en las que ha aparecido estrechando las manos a Antonio Gutiérrez y Cándido Méndez.

### **Reformas estructurales bloqueadas**

La flexibilización del mercado de trabajo no es la única reforma estructural que está bloqueada. La decisión política del Gobierno adoptada en junio para impulsar la liberalización del suelo —un elemento clave para abaratar el coste de las viviendas y dinamizar el sector de la construcción— está atascada en el Congreso de los Diputados por falta de apoyo de CIU, del PNV y de Coalición Canaria, los tres aliados del Gobierno que, al igual que la oposición de los municipios. Con la ley de colegios profesionales sucede prácticamente lo mismo.

La aplicación de reformas estructurales, tanto las citadas como las demás que están pendientes, han sido reclamadas insistentemente al Gobierno de Aznar por el Banco de España para contribuir a la reducción de la inflación. Pero estas demandas chocan contra la fuerza de los hechos. Quedan también como asignaturas pendientes para 1997.

Del ambicioso paquete de medidas liberalizadoras y fiscales aprobado en junio, en la actualidad únicamente han entrado en vigor la liberalización de los gasóleos, que se ha saldado con un aumento del precio de los mismos; la liberalización del gas natural, sin apenas efectos; la bonificación del 95 por ciento del Impuesto de Sucesiones en el caso de las empresas familiares y, sobre todo, el establecimiento de un tipo único del 20 por ciento para las plusvalías, cuyo impacto en la recaudación aún no se ha podido medir. Otras medidas fiscales de gran trascendencia para las empresas como es la actualización de balances se encuentran todavía pendiente de concreción del reglamento definitivo.

### **Nuevo horizonte eléctrico**

Al término del año, el ministro de Industria y energía, Josep Piqué, ha logrado encarrilar la reforma del sector eléctrico con la firma de un ambicioso protocolo con las compañías del sector. Ha sido una dura batalla que, en el fondo, acaba realmente de empezar. Los objetivos de liberalización del sector, con el consiguiente incremento de la competencia, son positivos, pese al inevitable aplazamiento de la reestructuración del sector del carbón, que seguirá subvencionado con cargo al recibo de la luz.

La reforma eléctrica puesta en marcha deberá permitir, de entrada, que en 1997 las tarifas eléctricas se reduzcan, lo que redundará en una mejora de la inflación y de la competitividad industrial española.

Las telecomunicaciones, el cable y la televisión digital son las otras grandes batallas industriales que están sobre la mesa al término del año, en donde se juegan intereses de enorme calado.

### **Cambia el poder económico**

El cambio político ha llevado aparejado el correspondiente cambio en importantes estructuras de poder empresarial y financiero. José María Aznar y Rodrigo Rato colocaron inmediatamente, nada más llegar al Gobierno, a personas de su máxima confianza en casi todas las empresas que tiene bajo su órbita, con Repsol (Alfonso Cortina) y Telefónica (Juan Villalonga) a la cabeza, así como en Argenta-ria (Francisco González), en Caja de Madrid (Miguel Blesa) y en Ibercaja (Manuel Pizarro). Todo ello constituye un segundo gobierno económico que, en esta nueva etapa, controlará y dirigirá el traspaso a la iniciativa privada de la mayoría de empresas públicas. Por tanto, el relevo de poder registrado en esos núcleos es ahora mucho más determinante para el futuro que todos los registrados en épocas anteriores.

De todos los nombramientos citados, el de Francisco González en Argentaria resulta el más paradigmático. Su principal misión, además de sanear el grupo, es mantener Argentaria como banco autónomo y garantizar que pueda pervivir como tal. con ello, el Gobierno quiere evitar la amenaza de que el sistema bancario español pudiera quedar repartido entre los dos grandes grupos financieros que lideran los dos Emilios: el BBV (Ybarra) y el Santander (Botín). Tanto uno como otro siguen apostando por el aumento de la dimensión como principal estrategia para competir en el régimen de márgenes financieros cada vez más estrechos que se avecina. Los dos estaban dispuestos a pujar por Argentaria.

### **Liberales en el banquillo**

La estrategia de política económica del Partido Popular, que ha resultado en resumen mucho más contenida y mesurada de lo que se esperaba, responde en definitiva al perfil de los nombramientos realizados en el equipo económico, en donde José María Aznar apostó por el pragmatismo y la prudencia. Los hombres más acentuadamente liberales del Partido Popular se quedaron en el banquillo en espera de tiempos políticamente más propicios. Ello explica que José María Aznar y Rodrigo Rato hayan toreado hasta ahora la economía sin entrar a matar, en una faena en la que lo más difícil se ha dejado para más adelante.

# RESUMEN DE PRENSA

## COMENTARIO DE ACTUALIDAD

*Ramon Boixareu*

Si, aquí, la actualidad manda, el tema de este comentario no puede ser otro, una vez más, que las incidencias que se van produciendo en el proceso de creación de la Unión Económica y Monetaria y de la moneda única.

Tres han sido, principalmente, tales incidencias, en las últimas semanas: a) el reingreso de Italia en el Sistema Monetario Europeo, con lo que ello puede significar de cara a la participación del citado país en el grupo de Estados que formen la "primera ola" de la UEM; b) las declaraciones de Valéry Giscard d'Estaing propugnando, de hecho, una devaluación del franco francés frente al DM alemán, y, en fin, c) las manifestaciones de todo orden susceptibles de servir de orientación respecto a qué países obtendrán el "premio" de figurar entre los creadores del euro.

El reingreso de Italia al SME constituyó sin duda un éxito para este país, y así se ha reconocido generalmente, empezando por los mercados financieros, que (como ha sido el caso de España) han reaccionado con una demostración de confianza que pocos podían esperar. Constatado tal éxito inmediato, sin embargo, quedan algunos interrogantes cuya respuesta se hará esperar. Uno de ellos es la paridad central establecida para la lira con tal ocasión. Dicha paridad, fijada en 990 liras por DM, pareció en un primer momento satisfacer tanto a los consocios de Italia como a Italia misma. Incluso llegó a decirse que la lira relativamente fuerte que acababa de aparecer no tenía por qué constituir un obstáculo a las exportaciones de las empresas medias y pequeñas italianas, productoras de artículos de calidad en los que el precio tiene sólo una importancia menor. Otras impresiones, sin embargo, aún reconociendo que la lira, con dicha paridad y con el margen de posible oscilación del 15% existente en el mecanismo de cambios europeo, no debería te-

ner problemas a corto plazo, señalan que sí podrían surgir éstos más adelante, dependiendo sobre todo de la evolución de la coyuntura, siempre aleatoria.

Sea como fuere, ¿puede la reincorporación de la lira en el SME servir de antesala para la selección de Italia para figurar entre los creadores de la moneda única? La respuesta de los comentaristas internacionales al respecto ha sido casi unánime: No. Es más, no pocos de aquellos han subrayado que la duración y la dureza de los debates en los que se decidió la readmisión de Italia en el SME no es más que un pequeño anticipo de las dificultades que va a encontrar ese país cuando, en 1998, se proceda al examen de los países para decidir los que han de constituir el núcleo inicial de la UEM.

Lo que ocurra, llegado el caso, a ese respecto, no es una cuestión anecdótica. En efecto, cada día que pasa parece más probable —o, por lo menos esto es lo que se deduce de las reflexiones de los comentaristas de la prensa internacional— que el trato que reciba Italia, en 1998, servirá también para decidir la suerte de España. De ahí el interés con que merece observarse lo que ocurre en Italia.

El revuelo producido, por otra parte, por las declaraciones del ex-presidente francés, Valéry Giscard d'Estaing, refleja la delicada situación que se está produciendo, no sólo en Francia, sino en otros varios países europeos, como consecuencia de las restricciones a que obliga la cumplimentación de los criterios de convergencia en un contexto de modesto desarrollo y de alarmante desempleo. Ante una situación de esa naturaleza, la mejor solución —se dice, o se piensa— consiste en lograr una flexibilización de tales criterios, que permita una reducción de las exigencias y, por consiguiente, unas políticas fiscal y monetaria menos contractivas. ¿Es

ésa la solución más apropiada con vistas a la moneda única?

El incidente Giscard, por llamarlo de alguna forma, ha llenado no pocas páginas últimamente, y ha obligado a que de prisa y corriendo salieran en defensa de la actual paridad franco-DM personalidades tales como el canciller Kohl, el presidente Chirac, el ministro de Hacienda francés, Jean Arthuis, así como el gobernador del Banco de Francia, Jean Claude Trichet, por citar sólo a algunas de las más relevantes.

Algunos de esos personajes se han limitado a declarar que nada ha de cambiar en la situación presente, pero otros —así como no pocos especialistas económicos y financieros de la prensa— han querido ofrecer argumentos contrarios a la eventualidad de una devaluación del franco, como la propugnada ahora por Giscard d'Estaing, después de que lo hayan venido haciendo otras destacadas figuras de la política francesa. La justificación de la devaluación del franco es, según los que la defienden, que estimularía la economía y crearía empleo. Pero, ¿es esto así? No, dice, v.g., Trichet, para quien el enorme superávit corriente y la relación de los costes salariales franceses con los de Alemania demuestran que el franco francés es muy competitivo en el seno de la Unión Europea. Lo que sí sería deseable, añadía Arthuis, es que se revaluara el dólar (cosa que, por cierto, ha estado ocurriendo en los últimos días, con lo que ha perdido virulencia el debate sobre la eventual devaluación del franco frente al DM). Por otra parte, ¿hasta qué punto una alteración de la paridad franco-DM estimularía la creación de empleo? No es esto lo que creen personajes tan diversos como el ministro alemán Theo Waigel y el economista francés Charles Wyplosz. Waigel, en efecto, ha advertido que “el crecimiento económico y la creación de puestos de trabajo no dependen sólo de los tipos de cambio. Al revés, éstos son establecidos por el mercado sobre la base de los datos económicos fundamentales, los cuales a su vez dependen de unas buenas políticas fiscal y monetaria, que deben orientarse hacia la estabilidad”.

Podría pensarse que el camino hacia la moneda única no puede ser el de la facilidad y el de las concesiones o renunciaciones, sino todo lo contrario, aunque todo dependería de la respuesta que deba darse a las siguientes preguntas: ¿Se desea un euro fuerte? O, por el contrario, ¿debe aspirarse a un euro débil que, como alguien ha dicho, pueda utilizarse como instrumento comercial frente al dólar a través, además, de un fortalecimiento de éste?

He ahí la gran cuestión del momento, sobre la que deberán producirse los posicionamientos de

unos y otros. En general, es probable que los políticos —sobre todo los que ocupan el poder se inclinen, de hecho, por un euro débil que no obligue a una disciplina estricta y que facilite la busca de soluciones a los problemas diarios que se vayan planteando en los respectivos países. Por el contrario, es también probable que los técnicos y los idealistas del europeísmo prefirieran un euro fuerte, susceptible de convertirse en una divisa universal, de servir de moneda de reserva, de emparejarse con el dólar por su prestigio y por su entidad y de propiciar la disciplina y la estabilidad.

Nicholas Bray, en *The Wall Street Journal* del 2 de Diciembre lo decía con estas palabras: “Lo que está en juego es la fortaleza del euro. Si prevalece el sentimiento devaluacionista, lo que nazca puede ser un euro enfermizo. Esto conduciría a unos tipos de interés elevados, que se necesitarían para financiar los déficit permanentes de los países europeos, cosa que a su vez significaría la persistencia de un bajo crecimiento y de un alto desempleo”.

En último término, con todo, la elección entre un euro fuerte y un euro débil dependerá de la mayor o menor firmeza y predisposición de las poblaciones, es decir, en definitiva, de los electorados de los respectivos países europeos, y de la suma de todos ellos, por lo que no sorprendería que éstos se inclinaran por la facilidad y por el mínimo esfuerzo, sacrificando la solidez de la unidad monetaria y el largo plazo a los beneficios y satisfacciones inmediatos; lo que puede significar que se complazcan los deseos de todos o de la mayor parte de los países que desean formar parte de la UEM. aún a costa de una unión y de una moneda única más débiles.

Todo lo cual nos lleva al examen de la situación, en el momento actual, por lo que se refiere a las probabilidades de estar en la UEM en 1999. Por supuesto, las conjeturas no cesan, y *Financial Times* incluso ha inventado un “EMU Calculator” destinado a orientar sobre cuales puede que sean los países cualificados. Entre los elementos utilizados para las calificaciones figura, desde luego, la manera cómo convergen los tipos de interés del mercado a lo largo y ancho de la UE, cosa que sirve para indicar lo que piensan los mercados financieros sobre las probabilidades de este o aquel país. Pero también pueden servir como elementos útiles al respecto las declaraciones de políticos y de gobernadores, los diferentes datos estadísticos, las previsiones económicas, etc. *Financial Times* del 18 de Noviembre publicaba el resultado de los cálculos realizados con dichas bases por técnicos de J.P. Morgan, de los que se deducía que, tras el 100% de probabilidades obtenido por Alemania, figuraban Francia y Bélgica, asimismo con el 100%. Según el

cuadro de J.P. Morgan correspondiente a la fecha indicada, las probabilidades de Italia eran del 64%; del 62% las de España; del 62% también las de Suecia; del 40% las del Reino Unido, etc.

En un editorial de *Financial Times*, éste del día 27 de Noviembre, el periódico planteaba una cuestión que ha de preocupar a todos los europeístas y a la que nos hemos referido más arriba. ¿Ha de estar formada la UEM por un grupo numeroso de países, con el resultado casi inevitable de un euro débil? ¿O han de ser sólo miembros de aquella los países que han demostrado disponer de la capacidad y de la voluntad de vivir con una moneda fuerte? Según *Financial Times*, "la decisión fundamental ha de ser la de aceptar, en una primera ola, únicamente a aquellos países que realmente han convergido. ¿Qué significa esto? Significa que la condición de miembro debería limitarse a los países que se han mostrado capaces de jugar en la misma liga que Alemania, tanto con un tipo de cambio fijo frente al DM como con una política fiscal semejante a la de Alemania". (Ese no ha sido el caso de Italia, y tampoco el de España, según *Financial Times*. Pretender lo contrario es machismo. "Machismo is exciting", decía *Financial Times*. "Pero la prudencia es más sabia").

Sea como fuere, la impresión que recibe el lector asiduo de la prensa internacional es que las probabilidades de que Italia, por ejemplo —y con ella España— participe en la creación de la UEM y de la moneda única aumentan a medida que pasa el tiempo. Tales impresiones podrían haberse visto confirmadas con las últimas informaciones recibidas cuando se redactaban estas notas y según las cuales parecía que Alemania cedía por lo que se refiere al rigor con que iba a quedar configurado el llamado pacto de estabilidad. Suponiendo que países de fuera del "núcleo duro" tales como Italia, España y Portugal cumplieran literalmente los criterios de convergencia, el único gran obstáculo que les quedaría para formar parte de la "primera ola" era la aceptación por su parte de dicho pacto de estabilidad, pacto de una dureza extrema —o así se decía— destinado a regir los destinos de la UEM después de su creación en 1999. Ahora bien, si en los próximos días se confirmara, como se dijo antes, que Alemania va a consentir una flexibilización de las cláusulas del pacto, se podría pensar que los países dudosos iban a tener una mayor posibilidad de unirse a los de cabeza. La verdad es que esto constituiría una notable sorpresa, pues, por una parte, es imprevisible la reacción de los ciudadanos y de las instituciones

alemanas ante un debilitamiento de las condiciones para el acceso a la condición de miembro de la UEM y su permanencia en esta. Y, por otra, parecería claro, en tal caso, que los países de la Unión Europea se han inclinado definitivamente por un euro débil. Todo este razonamiento parece lógico, pero nadie ha dicho que la lógica tenga nada que ver con esta cuestión.

Como se dijo, los artículos y editoriales referentes al proceso de creación de la UEM han sido muy abundantes en toda la prensa extranjera en las últimas semanas. De lo aparecido en la francesa y anglosajona se recoge en las páginas siguientes esta selección: "Las manipulaciones italianas para figurar entre los creadores de la UEM son inaceptables"; "¿Devaluación del franco? La posición de Giscard d'Estaing"; "Los fantasmas de la UEM"; "Los riesgos del revuelo provocado por Giscard d'Estaing"; "El euro y la entente franco-alemana"; "¿Resistirá Francia la presión del euro?".

Se recoge, asimismo, en las páginas que siguen un artículo de Michael Prowse. Se trata de un trabajo que suscitará, probablemente, no poca controversia. Pero independientemente de esto, tiene el interés de ser el último que publica Prowse desde Norteamérica, toda vez que va a dejar inminentemente, si no ha dejado ya, el puesto de corresponsal de *Financial Times* en Washington. El título del artículo es: "Lo que Europa debe aprender de Estados Unidos".

En torno a las propuestas de Giscard d'Estaing para establecer la paridad euro/franco, se incluyen, finalmente, un artículo de Denis Jeambar, otro del propio Valéry Giscard d'Estaing y una entrevista con éste, aparecidos en un reciente número de *L'Express*.

\* \* \*

De los análisis aparecidos recientemente en las secciones económicas de los diarios en lengua alemana, hemos escogido los siguientes:

1. El contenido del informe, que acaba de ser dado a la publicidad, elaborado por el Comité de Asesores Económicos del gobierno alemán, con un comentario editorial de *Frankfurter Allgemeine Zeitung*.
2. Hasta cinco de los más recientes trabajos de redacción de rotativos de Alemania y Suiza con diferentes apreciaciones sobre el euro, la proyectada unión monetaria y sus implicaciones.

**LA INFORMACIÓN ECONÓMICA  
EN LA  
PRENSA INTERNACIONAL**

---

**SUMARIO**

	<i>Pág.</i>
Las manipulaciones italianas para figurar entre los creadores de la UEM son inaceptables .....	91
¿Devaluación del franco? La posición de Giscard d'Estaing .....	91
Los fantasmas de la UEM .....	92
Los riesgos del revuelo provocado por Giscard d'Estaing .....	93
El euro y la entente franco-alemana .....	94
¿Resistirá Francia la presión del euro? .....	95
Lo que Europa debe aprender de Estados Unidos .....	96
¿Hay que devaluar el franco? .....	98
El plan de Giscard para salir del atolladero .....	99
<b>(ENTREVISTA)</b>	
No es preciso que los franceses piensen que se han burlado de ellos .....	101
El Informe del Comité de Asesores Económicos del gobierno alemán .....	103
Las vacilaciones de los británicos .....	105
Francia refunfuña en contra de Maastricht .....	106
Miedo al euro .....	107
El euro: elemento disgregador y factor aglutinante .....	108
Coqueteando con el franco débil .....	109

## Las manipulaciones italianas para figurar entre los creadores de la UEM son inaceptables

(*Financial Times*. Editorial. 20 de Noviembre)

Los malabarismos que empezaron el verano en París tuvieron otra manifestación importante ayer, en Roma, cuando el gobierno italiano expuso los detalles de su plan para recaudar 12,15 billones de liras en forma de ingresos fiscales percibidos una sola vez y destinados a reducir el déficit presupuestario de manera que éste sea, en 1997, inferior al 3% del PIB según así lo exige el tratado de Maastricht. Se trata de la mayor negación del espíritu de este tratado, aunque tal vez no sea la más espectacular de todas las que se han producido hasta ahora.

Tal honor sigue correspondiendo al gobierno francés y al 0,5 por ciento del PIB que representa la transferencia de France Télécom que ha de ser utilizada para conseguir que Francia cumpla los criterios de convergencia. Alemania —a pesar de sus intentos— no consiguió que se desautorizara dicha manipulación por parte de Eurostat, la división estadística de la Comisión Europea. Todo hace pensar que el primer ministro italiano, Romano Prodi, espera recibir el mismo trato generoso, aunque parece claro que Alemania se sentirá todavía menos propicia a permitir el malabarismo italiano. Tendrá toda la razón del mundo.

Los detalles de la "euro-tax" italiana son complicados y, por el momento, algo opacos. Pero es obvio que sólo una pequeña proporción de ese impuesto representará una adición duradera al capítulo de ingresos presupuestarios de Italia. La mayor parte —5,5 billones de liras— de los nuevos ingresos procederá de una sobrecarga irreplicable pagada por los contribuyentes de renta del año próximo. Pero el primer ministro ha prometido que el 60 por ciento de ese dinero será devuelto, bien como un crédito fiscal en 1999, bien en forma de opciones sobre acciones de futuras privatizaciones de compañías estatales.

Ese impuesto por una sola vez no es la mejor manera de convencer a nadie de un compromiso de probidad fiscal a largo plazo. Pero resulta que la variante italiana no es ni siquiera un impuesto auténtico. Más de la mitad de los proyectados ingresos deberían ser definidos como un préstamo obligatorio al Estado. Por otra parte, consideraciones parecidas podrían hacerse respecto a los "nuevos" ingresos que procederían en su mayor parte de contribuciones por una sola vez, restituyibles con cargo a futuros presupuestos y destinadas, pues, a hinchar los ingresos de 1997.

Italia y Francia no son los únicos países que han utilizado medidas destinadas únicamente a cumplimentar los criterios de convergencia, en el sentido de que no están destinadas a tener continuidad. Además, lo más probable es que no sean las únicas ni las últimas que se adopten al respecto. Pero una serie de declaraciones hechas ayer por el canciller Kohl, por Alexander Lamfalussy y por el Bundesbank sirven para advertir oportunamente que los criterios de convergencia no serán burlados sin oposición.

Los tres citados se consideran como los guardianes del espíritu de Maastricht y de la moneda única concebida por el tratado de este nombre. Y los tres tienen su base en Alemania, el país que más importancia da a estas cosas. A juzgar por sus palabras de ayer,

Lamfalussy tiene pocas dudas de que dicho espíritu ha sido violado por las habilidades aritméticas de Italia y otros países.

El presidente del Instituto Monetario, precursor de futuro banco central europeo, subrayó que una condición previa para la existencia de la UEM era un elevado grado de duradera convergencia. Lamfalussy acompañó tal manifestación con una definición de convergencia. En efecto, ésta es "la capacidad de prolongar indefinidamente un determinado esfuerzo". A lo que añadió: "La pregunta que debe hacerse es si hay alguna razón para creer que unos resultados satisfactorios pueden conseguirse debido sólo a circunstancias especiales". En el caso de Italia existen muchas razones para suponer que la reducción de la deuda pública el año próximo será debida a circunstancias especiales, y esto aunque sólo sea por la circunstancia de que algunas de las medidas representarán un incremento de la deuda en años futuros equivalente a lo que se va a restar el año que viene.

Afortunadamente, tal vez, para Kohl, puede que la cuestión no llegue a plantearse. En efecto, incluso con la ayuda de la "euro-tax", Italia tiene muy pocas posibilidades de cumplimentar el criterio del 3% del déficit con tiempo para figurar entre los fundadores de la UEM.

Ha sido un error político y económico tolerar algunas de las manipulaciones que ciertos miembros de la UE están empleando para cualificarse para la unión monetaria.

Inevitablemente, ese hecho ha estimulado a aquellos países todavía peor situados para figurar en la primera ola de miembros de la UEM. Pero las últimas maniobras de Italia van más allá de lo que puede ser aceptado.

## ¿Devaluación del franco? La posición de Giscard d'Estaing

(Laurent Mauduit, en *Le Monde* del 22 de Noviembre)

El debate francés sobre la política monetaria y, más allá de ésta, sobre la política económica, se halla en un momento crucial. Hace ya algunos meses que el bando de los partidarios del "franco fuerte" de requiebraja, pero la defección que acaba de registrar es de peso. Nada menos que la de Valéry Giscard d'Estaing.

En un largo artículo publicado en *L'Express* de 21-27 de Noviembre, acompañado de una entrevista, el expresidente de la República se abstiene, desde luego, de utilizar la palabra "devaluación". Esta expresión, dijo el mismo Giscard, "tiene connotaciones negativas en la cultura francesa", pero, evidentemente, se trata de una precaución de lenguaje que no altera en absoluto el fondo de la cuestión. Giscard, en efecto, lamenta que el franco se halle muy sobrevalorado, lo que "constituye la causa principal de las dificultades que obstaculizan la buena marcha de la economía francesa".

Concretamente, Giscard d'Estaing sugiere que Francia establezca cuanto antes la paridad del franco frente a la futura moneda europea y, paralelamente,

frente a las otras grandes monedas mundiales. Según Giscard, "el objetivo deseable sería volver a la relación de cambio de principios de los años 90, cuando el dólar valía 5,50 francos", frente a los 5,07 francos actuales. "El ideal —insistía Giscard— sería que los alemanes modificaran también el tipo de cambio entre su moneda y el dólar, toda vez que tienen el mismo problema que nosotros". Sin embargo, "como esto no parece ser lo que ellos piensan", Giscard estima que "debemos actuar solos" y que su propuesta podría conducir a un descenso del franco hasta situarse a alrededor de 3,65 francos el DM, frente a los 3,38 francos actuales.

Para el antiguo jefe de Estado, este cambio de dirección representaría para la economía francesa el balón de oxígeno que le hace falta. "Nos pondríamos en la zona del 3% de crecimiento", según Giscard. Aunque la autoridad política del expresidente se ha reducido mucho últimamente, su posicionamiento sobre esta cuestión puede alterar el debate francés sobre la misma, y esto por razones diversas.

Sobre todo, debe tenerse en cuenta que Giscard había figurado, en los años más recientes, entre los más ardientes defensores de la política del franco fuerte. Padre del actual Sistema Monetario Europeo, defensor del tratado de Maastricht, no había cesado de criticar a los partidarios de una devaluación...

Teniendo esto en cuenta, la nueva posición adoptada por Giscard altera el planteamiento de la controversia francesa sobre la política monetaria, la cual, en lo sucesivo, no podrá limitarse a una oposición entre defensores y detractores del tratado de Maastricht.

Tal posicionamiento puede tener tanta más resonancia cuanto que es susceptible de servir de referencia a ciertos políticos que hasta el presente no se atrevían a decir en público lo que pensaban en realidad sobre la conveniencia de cambiar la política monetaria.

Así, pues, ¿puede el nuevo posicionamiento de Giscard contribuir a un cambio de actitud, por ejemplo, del mismo Chirac? Sea como fuere, el paso dado por Giscard supone una contribución a la corriente de opinión favorable a un cambio de la política monetaria. Incluso Edouard Balladur defiende desde hace algunas semanas la conveniencia de flexibilizar tal política. Criticando al Bundesbank, "que vive con la obsesión de la inflación en un mundo en el que la inflación ha desaparecido", Balladur subrayó no hace mucho "los muy grandes riesgos de un euro demasiado sobrevalorado frente al dólar".

El Partido Socialista, por su parte, sigue una evolución parecida, y varios de sus dirigentes han pedido ya más flexibilidad en la gestión de la política monetaria. Precedido por las críticas recientes de su amigo Helmut Schmidt al Bundesbank, la conversión giscardiana da una nueva dimensión al debate monetario francés.(1)

(1) Según informaba Alan Friedman en *Herald Tribune* del 22 de Noviembre, Giscard, a la salida de un encuentro con Kohl posterior a su artículo en *L'Express*, manifestó que no había propugnado una devaluación del franco frente al marco y que lo único que había querido decir era que, a su juicio, un dólar más fuerte sería positivo para la economía francesa. De todos modos, la posible trascendencia de lo que había dicho en *L'Express* se reflejó en el hecho de que Kohl y Juppé creyeran conveniente hacer pública una declaración conjunta en la que manifestaban que las cosas

seguirían como hasta ahora. También el gobernador del Banco de Francia, J-C Trichet, consideró oportuno intervenir para decir que "nada justificaría una devaluación del franco frente al DM. La paridad actual franco-DM está en línea con la situación económica" ("economic fundamentals") de los dos países (Francia y Alemania). (Nota del trad.)

## Los fantasmas de la UEM

(*The Economist*, 30 de Noviembre)

La reincorporación de la lira al mecanismo de cambios europeo ha incrementado las posibilidades de que sean más los países de la Unión Europea que participen en la creación de la moneda única en Enero de 1999. Pero las trampas siguen ahí.

En realidad ocurrió como en los viejos tiempos, incluida una sesión negociadora dominguera tan larga que apenas había terminado cuando en el Extremo Oriente abrían los mercados financieros del lunes por la mañana. Recordaba uno de los tantos reajustes cambiarlos europeos que tuvieron lugar en pasadas ocasiones. Esta vez, sin embargo, se trataba de readmitir, no de devaluar, una moneda: la lira italiana, que había tenido que dejar el SME, junto con la libra británica, en Septiembre de 1992. Hubiera podido pensarse, pues, que se trataba de una ocasión para celebraciones. ¿Por qué, entonces, una negociación tan larga y dura?

En las respuestas a esta pregunta se encuentran algunas verdades difíciles de digerir; verdades que no se refieren exactamente al SME sino a la eventual creación del euro, o moneda única. El punto controvertido en el fin de semana de los días 23 y 24 de Noviembre fue la paridad de la lira. Italia, cuya economía fue viento en popa a partir de la caída de su viejo cambio central, dentro del Sistema Monetario Europeo, de 802 liras por 1 DM, quería una nueva paridad no inferior (o superior) a 1.000 liras el marco. Los italianos esperaban que fueran los franceses —que tanto se han quejado de la posición de favor adquirida por Italia con la devaluación de la lira tras su salida del Sistema en 1992— los que insistieran en establecer una lira fuerte. En realidad, sin embargo, fueron los alemanes los que lo hicieron, no consintiendo ninguna nueva paridad inferior a 990 liras por DM.

Dado que las monedas del SME pueden fluctuar hasta el 15% en cualquiera de las direcciones, aquel problema tiene escasa importancia (lo que explica la actitud poco beligerante de los franceses en las negociaciones sobre la reincorporación de Italia al mecanismo de cambios europeo). Los alemanes, sin embargo, contemplaron la cuestión desde otro ángulo. Lo que quisieron fue subrayar públicamente lo estrictos que van a ser, no sólo en relación con el SME sino —lo que es más importante— propósito del euro. Después de alcanzado el acuerdo, a Hans Tietmayer, el presidente del Bundesbank, le faltó tiempo para proclamar que si bien Italia acababa de reincorporarse al Sistema Monetario, esto no significaba que su cualificación para la moneda única quedara asegurada, ni mucho menos.

Tietmayer tiene motivos para estar preocupado. Cuando se negoció el tratado de Maastricht, en 1991,

los alemanes insistieron en el establecimiento de criterios duros, y esto con el fin de garantizar que los países que quisieran participar en la moneda única deberían tener unas tasas de inflación bajas, unos tipos de interés a largo plazo reducidos, unos tipos de cambio estables en el marco del SME, así como unos déficit públicos y unos niveles de deuda aceptables. Durante algún tiempo se creyó y pareció que sólo un pequeño y selecto grupo de países reunirían dichas condiciones.

Pero, más recientemente, el cuadro ha cambiado. A principios de este mes, la Comisión Europea estimó que no serían menos de 12 los países de la Unión (todos excepto Gran Bretaña, Grecia e Italia) que cumplimentarán en 1997 las exigencias de Maastricht. A partir de entonces, tanto Italia como, esta semana, Gran Bretaña han presentado proyectos de presupuestos que sitúan el déficit público por debajo del 3% del PIB. Con Finlandia e Italia dentro del SME, sólo Suecia, Gran Bretaña y Grecia no cumplirían con el criterio del tipo de cambio.

Tan rápido cambio ha parecido increíble a muchos, y en especial a los alemanes, que rechazaron los pronósticos de la Comisión como excesivamente optimistas y que se quejaron de las manipulaciones que se habían hecho en algunos países a la hora de elaborar los proyectos de presupuesto para 1997. Destacan entre tales manipulaciones la realizada por Francia con la contabilización de un ingreso procedente de France Télécom; la táctica utilizada por España de utilizar los ingresos por privatizaciones para el pago de pérdidas de otras empresas estatales; y la "euro-tax" italiana, que debe ser devuelta a los contribuyentes en los años venideros.

Se trata de sumas importantes. La de France Télécom supone el 0,5% del PIB, y la "euro-tax" el 0,6%. Los escépticos hablan también del informe del Instituto Monetario Europeo, el precursor del Banco Central Europeo, informe publicado el mismo día en que se dieron a conocer los citados pronósticos de la Comisión y en el que se decía que "los progresos en la consolidación fiscal han sido, en general, demasiado lentos". El Instituto, mucho menos eufórico que la Comisión, ponía de relieve que, en 1996, sólo los presupuestos de cuatro países cumplían el requisito del 3% del déficit.

Ives-Thibault de Silguy, el comisario para asuntos monetarios, rechaza tales críticas. La razón de que tantos países hayan llegado a cumplimentar el criterio del 3% del déficit —dice Silguy— es que los gobiernos han hecho esfuerzos heroicos para conseguirlo. Sea como fuere, cuando llegue la hora de la evaluación, a principios de 1998, la Comisión, según Silguy, valorará no sólo las actuales previsiones para 1997 sino también las perspectivas para 1998 antes de decidir qué países son aptos para participar desde el inicio en la creación de la moneda única.

Sea como fuere, el proceso de decidir cuales vayan a ser tales países será duro. Ahora bien, dadas las incertidumbres que sin duda se van a producir, y en especial el riesgo, según algunos, de que España e Italia puedan llegar a participar, no puede sorprender que los alemanes insistan tanto en el "pacto de estabilidad", el cual según esperan ellos, evitaría que los participantes en la UEM incurrieran en deudas excesivas. Los alemanes quieren que dicho pacto incluya sanciones que puedan alcanzar hasta el 0,5% del PIB y que fueran aplicadas automáticamente. Y también quieren que las "circunstancias especiales" que pudie-

ran justificar eventualmente déficit superiores al 3% del PIB sean estrictamente definidas por adelantado.

La Comisión y la mayoría de los países miembros, aún aceptando la existencia de tal plan de estabilidad, desearían que éste fuera menos riguroso. Falta por ver cual pueda ser el acuerdo a que se llegue (o no se llegue) sobre esta delicada cuestión.

Pero quedan otros fantasmas. Muchos ciudadanos en varios países de la UE no parecen muy convencidos de la conveniencia de crear una moneda única. Una reciente encuesta realizada en Alemania mostró que sólo el 21 por ciento de la población está de acuerdo con una moneda única europea para 1999. Los franceses parecen más convencidos, pero subsisten las dudas y el franco se resiente de ello.

Recientemente, Valéry Giscard d'Estaing se pronunció a favor de un franco más débil con el fin de promover el empleo. De hecho, es probable que el franco no está sobrevalorado, y el caso es que el desempleo en Francia —al igual que en otros países europeos— es debido más a la excesiva regulación del mercado de trabajo que al franco fuerte. En cualquier caso, he ahí otro problema que oscurece el camino hacia la UEM.

Pese a todo, cada día parece más evidente que el euro nacerá según lo previsto, dentro de dos años, aproximadamente. Pero, a pesar del reingreso de Italia SME, sigue siendo dudoso que la nueva moneda europea sea capaz de incorporar a la lira y a la peseta desde el principio de aquella. Y, además, son todavía muchos y muy importantes los fantasmas que pueden obstaculizar el buen fin de todo ese proyecto.

### Los riesgos del revuelo provocado por Giscard d'Estaing

(*Le Monde*. Editorial, 29 de Noviembre)

Al proponer, hace unos días, el reajuste de la paridad entre el franco y el DM —lo que propuso en realidad fue la devaluación de la moneda francesa— Valéry Giscard d'Estaing, desde luego, hizo algo útil. Envío un mensaje a Alemania según el cual Europa es una suma de compromisos, una suma que debe ser positiva para el conjunto, lo que significa concesiones constantes de todos y cada uno, y no solamente de los franceses. Pero la conmoción así provocada no deja de tener riesgos. Apoyándose en un sentimiento anti-europeo creciente de la población, la intervención de Giscard lo atiza y lo excita. El debate que tuvo lugar en la Asamblea Nacional el pasado día 27 ilustra bien este estado de cosas.

En democracia no hay, por supuesto, debates prohibidos. Como lo ha recordado Jean-Pierre Gérard, uno de los miembros del Consejo de Política Monetaria, en una entrevista con *Le Monde*, es normal que la política cambiaria del país —es decir, las relaciones entre Francia y sus consocios, en especial con Alemania— sea objeto de discusiones contradictorias. El valor del franco, hoy, y la del euro, mañana, está sometido, desde luego, al juicio de los inversores internacionales, esto es, los "mercados financieros". Pero los políticos

tienen también algo que decir al respecto, con lo que pueden influir sobre la materia.

¿Franco fuerte? ¿Franco débil? ¿Euro fuerte? ¿Euro débil? Se trata de cuestiones obvias, determinantes para la economía del país y para la de la Unión Europea. Por ello deben poder ser discutidas, y eso tanto más cuanto que las respuestas a las mismas no son siempre idénticas. Debe haber, pues, un debate sobre la relación de Europa con el resto del mundo, sobre el valor del dólar, sobre el valor del euro frente al dólar. Dado que Philippe Séguin y Alain Madelin no tienen ya mucho crédito en Alemania, y dado también que las palabras, más bien tímidas, de Edouard Balladur, a favor de una flexibilización de la política monetaria no han provocado reacciones al norte del Rhin, hacía falta tal vez que un europeísta tan firme como el antiguo presidente de la República lance una advertencia —que puede ser positiva— a Alemania.

Tal advertencia ha tenido ya, por cierto, un efecto positivo, pues sin duda ha contribuido a hacer posible el retorno de la lira al SME, los pasados días, en condiciones aceptables. En efecto, a pesar de las reticencias alemanas —sobre todo las del Bundesbank— es deseable para Francia, así como para Europa, que Italia participe en el euro cuanto antes mejor. El debate franco-francés contribuirá asimismo a mejorar la posición del gobierno en las negociaciones en curso sobre el contrato matrimonial (el pacto de estabilidad) que debe acompañar a la creación del euro.

Pero las declaraciones de Giscard d'Estaing constituyen también un peligro. Sus efectos perversos se manifestaron en la Asamblea Nacional. Dopado por ese apoyo inesperado, el frente de los "anti-Maastricht" ha encontrado en las palabras de Giscard una fuente de removilización.

La piedra que Giscard ha lanzado al estanque, además, hace que aumente el euro-escepticismo de los indecisos. Finalmente, hace que resucite en Francia el sentimiento de que Alemania se halla, una vez más, en el origen de todos nuestros males, un argumento cómodo, pero desgraciado. Así las cosas, se hace difícil justificar plenamente las manifestaciones de Giscard sobre la conveniencia de devaluar el franco frente al DM.

## El euro y la entente franco-alemana

(Lucas Delattre, en *Le Monde* del 1-2 de Diciembre)

En una fase en la que el canciller Kohl y el presidente Chirac multiplican sus encuentros y subrayan su buen entendimiento, la pregunta obligada es cómo evolucionan en realidad las relaciones franco-alemanas.

No se puede negar que tales relaciones atraviesan un período crítico. Desde primeros de año se viene hablando más y más en Francia de la necesidad de un "diálogo franco" con Alemania. El gran vecino del otro lado del Rhin parece ser considerado como un aliado incómodo cuyas opciones rigoristas en materia económica y monetaria pueden haber conducido a Francia al borde de la crisis social. Este malestar no ha pasado desapercibido en Alemania, y acaba de alcanzar un máximo con las últimas propuestas de Valéry Giscard

d'Estaing sobre una posible devaluación del franco respecto al DM.

"El tono se endurece", escribía en primera página de su número de 29 de Noviembre el semanario *Die Zeit*, el cual analizaba las cosas de la manera siguiente: "Alemania suele formular sus intereses de manera demasiado ruidosa. En cambio, es en exceso silenciosa cuando se trata de celebrar los esfuerzos de su socio más importante". He ahí una alusión a las críticas virulentas que no han parado de hacerse en Alemania tras la presentación del proyecto de presupuesto francés para 1997, en las que los autores de éste se permitieron ciertas libertades contables destinadas a reducir el déficit público con vistas a la participación en la creación de la moneda única.

Preocupado también por la evolución de la situación, el antiguo ministro de Asuntos Exteriores alemán, Hans Dietrich Genscher, abandona su silencio para hacer una advertencia: "La discusión en curso en Alemania sobre la exigencias suplementarias que supone la Unión Económica y Monetaria deteriora la atmósfera en toda Europa, y particularmente en Francia. Parece como si nos comportáramos como unos maestros de escuela". Así se expresaba Genscher que debía aparecer el domingo 1 de Diciembre en el semanario *Welt am Sonntag*.

Tales actitudes lo prueban: además de las tensiones franco-alemanas alrededor de la moneda única existe un conflicto claro germano-alemán sobre la interpretación más o menos flexible que deba darse a los criterios de convergencia, en 1998. Esta fecha, que es la de la selección de los primeros países que podrán adoptar el euro, es también la del inicio de la campaña electoral, tanto en Alemania como en Francia. En el caso de que uno u otro de los dos países no respetara estrictamente los criterios de convergencia, ¿sería necesario "parar el reloj" europeo, aplazar la creación del euro y arriesgarse a una crisis entre los dos países?

"¿Quiere Francia una moneda fuerte? Eso es lo que nos dice oficialmente. Pero desde hace tiempo nos damos cuenta que detrás de la fachada gubernamental la realidad es muy distinta". Esto es lo que dice Philipp von Walderdorff, director de relaciones internacionales de la Federación de Cámaras de Comercio e Industria. He ahí sin duda el más grave malentendido franco-alemán: la gestión futura del euro—riesgo, que puede provocar unos previsibles conflictos muy graves entre una Alemania defensora firme de la estabilidad interna y externa de la moneda y una Francia cuya idea del euro—según no pocas personalidades de la política y de la economía del país— que ha de ser un instrumento comercial que establezca según convenga su paridad respecto al dólar.

Estos malentendidos fundamentales se manifiestan en una fase en la que en las otras grandes cuestiones del momento existe un entendimiento perfecto, ya se trate de la Conferencia Intergubernamental para la reforma del tratado de Maastricht, ya de la ampliación de la Unión Europea, ya de la ampliación de la OTAN, etc.

Ese entendimiento gubernamental, sin embargo, no debe ocultar la existencia de elementos distorsionantes. "Alemania —ha dicho Alfred Gosser— manifiesta una indiferencia cada día mayor hacia Francia. Para Alemania, Francia se está convirtiendo en un país como cualquier otro". Los observadores atentos cons-

tatan el poder cada día mayor, en el seno de la Administración alemana, de jóvenes tecnócratas formados la mayor parte de las veces en Estados Unidos más que en Francia. En ese contexto no puede dejarse de tener en cuenta los resentimientos que se manifiestan en el debate público alemán en una fase histórica en que la "gran nación" defiende una vocación de gran potencial mundial o intenta arrastrar a Europa tras de sí. Esas diferencias se manifiestan también ante la próxima creación de la moneda única (¿qué estrategia se debe adoptar respecto al dólar?) y a propósito de la política exterior común, el marco de la cual sería el mundo extraeuropeo.

### ¿Resistirá Francia la presión del euro?

(Ian Davidson, en *Financial Times* del 4 de Diciembre)

Toda la mejor gente dice ahora que la Unión Monetaria europea será creada, puntualmente, en Enero de 1999. Lo dice el canciller Kohl; lo dice el presidente Chirac; lo dice Jacques Santer, presidente de la Comisión Europea; lo dicen los mercados de bonos. Incluso han empezado a decirlo algunos de los más distinguidos comentaristas económicos británicos.

Y, sin embargo, una serie de eventos que han tenido lugar en Francia en las semanas más recientes proyectan una oscura sombra de duda que obliga a pensar que todas las mejores gentes pueden estar equivocadas.

No se trata sólo de la huelga de los camioneros, por muy negativa que ésta fuera. La pusilánime e incompetente manera cómo el gobierno se ha enfrentado con el distorsionante movimiento huelguístico y su virtual capitulación ante la mayor parte de sus exigencias representa una alarmante falta de energía por parte de las autoridades políticas, así como una invitación explícita para que otros grupos de intereses intenten conseguir por la fuerza posiciones de ventaja.

El problema es que los fracasos se repiten en exceso. El gobierno de Alain Juppé trata desesperadamente de recortar el presupuesto con el fin de conseguir la cumplimentación de los criterios de convergencia que permitan que Francia se cualifique para la UEM. Pero sus intentos de reformar las finanzas públicas del país encuentran muchos obstáculos, por lo que resultan frustrados sistemáticamente por la resistencia de los intereses de grupo tradicionales.

Por otra parte, una disputa de ámbito nacional como el conflicto de los camioneros sólo puede perjudicar las perspectivas de una recuperación económica francesa, de la que depende la estrategia fiscal que debería llevar a la UEM.

Pero el descalabro de la huelga de los camioneros es sólo un síntoma de un malestar mucho más profundo, que parece estar infectando a amplios sectores del "establishment" político francés a propósito de la política económica del gobierno y de la estrategia de éste respecto de la unión monetaria.

La señal más seria de malestar es la sensación política producida hace unas semanas por Valéry Giscard d'Estaing, el ex-presidente de la República, cuan-

do unió su voz a la de aquellos que pedían una devaluación del franco. Lo que otorga significado a las palabras de Giscard es que éste fue uno de los dos fundadores del Sistema Monetario Europeo y un firme defensor de la integración europea, en general, y de la UEM, en particular.

*Le Monde*, en una magistral puntualización, comentó con acritud que una devaluación del franco no era ni económicamente necesaria—dado que Francia goza de un excedente corriente importante—ni políticamente oportuna en el contexto europeo, toda vez que la balanza corriente de Alemania es deficitaria. Si el objetivo de una devaluación era acelerar el crecimiento económico aumentando las exportaciones (y el superávit del comercio exterior) esto debería conseguirse en parte a expensas de Alemania.

Giscard ha comentado que lo que propugnaba era una depreciación del franco frente al dólar, no frente al DM. Teóricamente, pues, el franco y el DM deberían devaluarse concertadamente. Pero si esto no fuera posible—sugería Giscard— el franco debería depreciarse solo. Pero todo eso no son más que palabras ambiguas. Lo que debe deducirse de la controversia suscitada es que tanto Giscard como los que piensan como él han abandonado toda esperanza de que Francia pueda reformar su economía interior en la medida necesaria, por lo que lo que ha de intentar es exportar sus problemas mediante una devaluación.

Además, es por ahí, según parece, por donde sopla el viento. La semana pasada, Giscard llevó su campaña a la Asamblea Nacional y provocó una de las más sensacionales sesiones parlamentarias de los años recientes. Con Alain Juppé sentado en el sillón del primer ministro situado en frente de él, Giscard hizo una solemne condena de la política del gobierno respecto a la UEM, consiguiendo un espectacular aplauso no sólo de alguno de los diputados socialistas sino también de la mayoría de los gaulistas sentados detrás del primer ministro.

En 1992, un gran número de gaulistas se opuso a la ratificación del tratado de Maastricht que había sido negociado por un gobierno socialista y con un socialista en la presidencia de la República. Lo que tuvo de especial la sesión del otro día fue que los gaulistas defendieron públicamente la política pro UEM de un gobierno gaulista y de un presidente también gaulista.

Todo ello puede tener sentido electoral dado que el presidente y el primer ministro están alcanzando récords de impopularidad. Salvo en el caso de que se produzca una pronta reanudación del crecimiento y de la creación de empleo, la coalición del centro-derecha se enfrenta con la posibilidad de perder ante los socialistas las elecciones que se han de celebrar de aquí a 15 meses. Y lo más curioso es que los socialistas están más que divididos en materia de política económica, y que no parecen ver con entusiasmo el proyecto de UEM.

Por lo que a dicho proyecto se refiere, el mundo político francés parece como si estuviera a punto de abandonarlo por completo. Mucha será la suerte y la habilidad que necesitaran Chirac y Juppé para evitar que se produzca una estampida.

Una de las razones que justifican tan juicio es que Francia y Alemania no están realmente de acuerdo en lo que representa la UEM y en la manera cómo debiera

funcionar. Los alemanes desean que el proyectado "pacto para la estabilidad" sirva para disciplinar los déficit presupuestarios de los gobiernos nacionales con normas sólidas y automáticas. Los franceses (y otros) quieren normas que permitan el juicio político. Para los alemanes, la estabilidad monetaria constituye una prioridad absoluta. Pero los franceses quieren algo parecido a un gobierno económico para Europa, gobierno que promovería la estabilidad y el crecimiento.

A medio plazo, los franceses debieran tener razón. El Bundesbank no gestiona la política monetaria de Alemania en el vacío, sino en el contexto de una política económica que enana de las autoridades políticas de Bonn. La idea de que el futuro banco central europeo puede gestionar una razonable política monetaria para Europa sin contar con la estrategia económica decidida en Bruselas parece extraña, por no decir otra cosa.

Al mismo tiempo, los franceses desean utilizar la fuerza de la moneda única para llevar a cabo una política del tipo de cambio frente al dólar. Pero los alemanes, aunque pueden estar de acuerdo en que el dólar está demasiado bajo, se resisten a aceptar cualquier tipo de intervencionismo que pudiera efectuar al objetivo prioritario de la estabilidad monetaria.

Sin duda, las negociaciones que se lleven a cabo en las próximas semanas, o en los próximos meses, conducirán a unos textos comunes que tendrán la apariencia de un compromiso. El problema es que, por el momento, Alemania y Francia tienen dos objetivos contradictorios: los alemanes quieren estabilidad a toda costa en tanto que los franceses necesitan expansión, también a toda costa. Una vez más, no está claro que unos y otros puedan pasar por la misma suerte juntos.

### Lo que Europa debe aprender de Estados Unidos

Se ofrece a continuación el artículo de Michael Prowse publicado en *Financial Times* del 25 de Noviembre con ocasión de dejar aquel el puesto de corresponsal de "FT" en Washington.

Estando de vacaciones en Suiza el pasado verano quedé sorprendido por los comentarios de la viuda de un notable diplomático. Después de haber vivido en numerosos países, dicha señora no dudó un instante en señalar a los norteamericanos como la gente más amable ("kindest") del mundo.

Los suizos presentes en el almuerzo miraron a la señora sin poder ocultar su incredulidad. ¿Que los norteamericanos eran los más amables ("the most kind")? Casi se podían oír sus pensamientos. Estados Unidos es el país de las armas de fuego, de los altercados raciales, de los míseros barrios urbanos. Es el país en el que Newt Gingrich, el "speaker" Republicano de la Cámara de Representantes, casi consiguió acabar con el Estado asistencial. ¿Cómo podía tal señora hablar de amabilidad ("kindness") en un país que, visto desde Europa, apenas está civilizado?

La señora suiza se mantuvo imperturbable. Entre las gentes de todo el mundo —dijo—, las más dispuestas a ayudarte son sin duda los norteamericanos. Le habían ayudado a superar tempestades de nieve y le

habían proporcionado comida caliente, algo que sus vecinos suizos difícilmente harían.

Después de seis años en Washington estoy en condiciones y dispuesto a corroborar plenamente las palabras de la citada señora. Mi experiencia de los norteamericanos es igualmente positiva. Como individuos son amables, generosos y —lo que todavía es mejor— optimistas. Creen que todo es posible, lo que contrasta con el cinismo cansino de los británicos.

Sin embargo, por razones que no acabo de entender —la ignorancia y la envidia sólo son una explicación parcial—, Estados Unidos tiene en el extranjero una reputación mucho peor de la que merece. La televisión comercial y el cine ofrecen una imagen grotescamente falsa de la vida norteamericana moderna. La tendencia de los extranjeros a criticar a Estados Unidos se ve estimulada por la misma apertura de la sociedad, la cual permite que cualquier vicio posible —desde la corrupción política a los modestos resultados escolares— sea debidamente exhibido ante el mundo. Otros países tratan de ocultar sus pecados. En beneficio del progreso, los norteamericanos se complacen en poner de manifiesto los suyos.

Lo que no se tiene en cuenta en los lamentables relatos sobre los defectos norteamericanos es el hecho de que la gran mayoría de los ciudadanos se halla económicamente estable, que tiene una gran capacidad de trabajo, que cumple con la ley y que es temerosa de Dios. Las obras de caridad y la asistencia a los oficios religiosos —indicadores razonables, si no perfectos, de virtudes morales— son más frecuentes y es mayor que en cualquier otro país desarrollado del mundo.

Desde el principio, el transcurrir de Norteamérica ha sido un éxito excitante. La Declaración de Independencia —inspirada filosóficamente en John Locke, el gran filósofo liberal inglés— constituyó un hito en la historia del progreso humano. Algo más de un siglo después de su fundación, Estados Unidos había alcanzado al resto del mundo desde el punto de vista económico. Y lo que es más importante, había garantizado para su gente libertades hasta entonces insoñables en otras partes del mundo y había eliminado casi del todo las diferencias de clase y de condición que todavía afean a las sociedades de Europa y Asia.

Piénsese ahora en lo que Estados Unidos ha hecho para el resto del mundo este siglo. Destruyó a la Alemania nazi (el Reino Unido no habría sobrevivido sin la ayuda norteamericana) y aplastó al militarismo japonés. Estados Unidos, además, contuvo al comunismo en la antigua Unión Soviética y en el este europeo durante medio siglo, el tiempo suficiente para que esos crueles e ineficaces regímenes colapsaran como consecuencia de sus propios vicios. Norteamérica donó enormes sumas en forma de ayuda a la Europa occidental y a los países en vías de desarrollo, al tiempo que les ayudaba a desarrollarse económicamente haciéndoles unas concesiones comerciales de gran valor. Se puede dudar de que cualquier otro país que hubiera dispuesto del poder que tenía Estados Unidos en 1945 habría actuado con igual generosidad.

A través de su compromiso con el capitalismo, Estados Unidos aseguró durante décadas la supervivencia de un amplio sistema de economía de mercado, en una época en que casi todos los intelectuales de Europa se oponían al concepto mismo del *laissez-faire*.

re. Hoy, incluso tales bastiones de las regulaciones como son Alemania y Suecia han aceptado reformas inspiradas en el Reaganismo.

Se podría esperar que todos esos enormes obsequios hubieran dado lugar a un sentimiento de gratitud —e incluso de reverencia— en los otros países. Pues no. La mayor parte de las veces lo que hay no son más que acerbas críticas. Cuando los grandes países europeos se mostraron totalmente incapaces de poner fin a la guerra de Bosnia, Estados Unidos tomó la iniciativa y se consiguió la paz. Parecía del todo normal que fuera Estados Unidos el país que, ante una carnicería indignante, asumiera la responsabilidad que debió ser asumida firmemente por los países europeos.

Pero, ¿lo agradecieron esos países? Por supuesto que no. Después del acuerdo de Dayton, el año pasado, los embajadores de Alemania, Francia y Gran Bretaña aparecieron en la televisión y, en vez de reconocer la ineptitud de sus respectivos países, pretendieron que era a éstos a los que se debía el tratado de paz. Fue un espectáculo patético.

Lo mismo ocurre en la esfera económica. Todo lo que consigue Estados Unidos es menos apreciado, o distorsionado. Estados Unidos tiene una tasa de desempleo del 5%, mientras que en Europa es del 11 por ciento. ¿Es eso una muestra de que la economía de Norteamérica funciona mejor? En absoluto. Los salarios baratos de Estados Unidos —se dice en Europa— son simplemente una forma oculta de paro, además de una señal de la mezquindad de la sociedad. Todo esto es absurdo. Hay un mundo de diferencia entre disponer de un empleo y vivir dependiendo del Estado.

Los datos estadísticos muestran una gran movilidad de las rentas en Estados Unidos. Sólo el 5% de los situados entre el 20% más bajo de la escala de rentas en 1975 seguían ahí en 1991. Muchos de los que aceptan salarios bajos son inmigrantes que rápidamente consiguen un estilo de vida impensable en sus países de origen. Tales saltos de la miseria al bienestar son raras en Europa, y esto por dos razones: la inmigración es mucho más restrictiva; pero incluso en el caso de que no lo fuera, los salarios se mantienen artificialmente altos, lo que dificulta que los no cualificados penetren en el mercado de trabajo.

La mayor parte de las críticas contra Estados Unidos no tienen razón de ser porque se asume tácitamente que los norteamericanos tienen exactamente las mismas virtudes que todos los demás. No es así. Contémplese el problema de la distribución de renta. Mucha gente en Europa parece sentirse ofendida por las disparidades de ingresos y de riqueza. A veces parece que la gente estuviera dispuesta a quitarles a los ricos incluso si ello no supusiera beneficio alguno para nadie. Una imposición uniforme es contemplada como algo intrínsecamente deseable.

Actitudes parecidas pueden encontrarse entre las élites intelectuales de Norteamérica, las cuales se sitúan decididamente en el centroizquierda. Pero la sociedad no está presidida por la envidia en la misma proporción que en Europa. Los norteamericanos, en general, no sienten rencor por los ricos. Lo que esperan es poder llegar a serlo. Les preocupan más las oportunidades que la igualdad. Los elevados sueldos de los grandes ejecutivos —sueldos que son mucho mayores que en la mayoría de los otros países industriales— no

provocan resentimiento, como ocurre, por ejemplo, en el Reino Unido.

Muchas mayores diferencias pueden observarse aún por lo que se refiere a las actitudes populares ante el Estado. Como habrán observado mis lectores, he evolucionado hacia una posición político-filosófica más liberal. Esto no puede sorprender si se tiene en cuenta mi lugar de residencia. El liberalismo ha tenido raíces más profundas en Estados Unidos que en otras partes. El país surgió de una revolución contra el Estado y contra la imposición fiscal (representados por el rey George III).

Lo que más preocupó a los autores de la Constitución fue el poder del Estado. El temor de que éste —incluso con gobiernos democráticos elegidos por mayorías populares— pudiera constituir una amenaza para las libertades individuales sigue estando presente en la vida norteamericana. La mayoría de los otros países parecen no ser conscientes de tal peligro. En muchos países, una mayoría del electorado cree disponer del derecho de aprobar las leyes que le dé la gana.

Me siento horrorizado a veces por la manera errónea cómo las políticas liberales son interpretadas. Newt Gingrich, por ejemplo, se halla lejos de ser un liberal. Propuso una pequeña reducción del poder y del campo de actuación del gobierno federal, es decir, nada comparable al ideal liberal clásico de un "vigilante nocturno", esto es, de un Estado que se limitara a actuar en materia de defensa y de orden público.

Sin embargo, Gingrich fue penalizado por defender una sociedad egoísta y atomizada. ¿Egoísta? ¿Atomizada? ¿Eran todos los que vivieron antes de 1929 (cuando el gobierno federal disponía sólo del 3% del PIB) egoístas atomizadores? Ésta no es la descripción que se hace normalmente de George Washington, Thomas Jefferson o Abraham Lincoln. Con todo, los tres se habrían horrorizado, con razón, por el crecimiento del poder del Estado, en todos sus niveles, en las décadas recientes, hasta el punto de absorber alrededor de un tercio de la renta nacional.

Los liberales, contrariamente a lo que representa la caricatura popular, no son egoístas atomizadores. Se caracterizan más como creyentes apasionados de la cooperación social y del espíritu comunitario. Los liberales reconocen que los individuos deben comunicarse los unos con los otros con el fin de sobrevivir y prosperar. Esta es principalmente la razón de que sean ardientes defensores de la libertad de mercado, uno de los pilares de la sociedad civil.

El mercado, después de todo, no es más que un tejido de transacciones voluntarias entre individuos. El comercio sólo tiene lugar si las dos partes esperan un beneficio resultante de la transacción. Por esto es, por definición, una manera de promover el bienestar ("welfare"). No puede decirse lo mismo del Estado, el cual, a través de la imposición, dispone obligatoriamente de los recursos de algunos individuos para dárselo a otros.

Me gusta el liberalismo porque no es coercitivo ni paternalista. Es la única filosofía que dice que grupos particulares de adultos —esto es, políticos elegidos por mayorías democráticas— no tienen el derecho a imponer obligaciones —como son las cargas tributarias o el servicio militar— a otros adultos.

El principio liberal es que todo debe conseguirse a

través del consenso. No sólo el consenso obtenido en las urnas cada cuatro años, sino el consenso permanente. Contribuyó a las ayudas sociales ("welfare") sólo si estoy de acuerdo en ello. Y al revés. ¿Qué mejor y más madura manera puede haber de dirigir una sociedad?

Tales principios no son, naturalmente, enteramente respetados en Estados Unidos. Pero he llegado a respetar Norteamérica porque es más liberal en sus valores fundamentales que otras sociedades. Y la grandeza del país reside principalmente en ese compromiso con la libertad de los individuos. A eso se debe el extraordinario dinamismo del país, el gran sentido de la innovación en cualquier campo, desde la ciencia y la cultura a los negocios y el deporte.

Como se que esta es la última columna que escribiré desde Washington, me siento feliz registrando aquí mi profunda gratitud hacia Norteamérica y los norteamericanos. Si no hubiera venido en 1990, presumo que hubiera permanecido atrapado por la trasnochada mentalidad estatalista de Europa. En tal caso me habría sentido alarmado, y no alegrado, por la crisis del burocrático Estado del bienestar.

De la forma cómo me han ido las cosas, me siento del todo preparado ante lo que creo que ha de ser un siglo XXI liberal. Es Europa la que deberá cambiar, no Estados Unidos.

### ¿Hay que devaluar el franco?

Giscard d'Estaing cuestiona la política monetaria de Francia. Un debate necesario.

(Denis Jeambar, en *L'Express*, nº 2368, semana del 21 al 27 de noviembre de 1996)

Tras cuarenta años de paciente y difícil construcción, Europa se está acercando a la hora de la verdad con la puesta en marcha, el 1 de enero de 1999, de la moneda única, que ahora se llama "euro". Se trata de una cita decisiva para Francia puesto que, de mejor o peor grado, la construcción de Europa ha constituido la única gran ambición de sus sucesivos gobernantes. Pero si, aun ayer, nos encontrábamos en una Europa en pleno apogeo, soñando de manera casi unánime con esta comunidad que todas las formaciones políticas se atribúan, hoy en día, nos está asaltando la preocupación. Inmersa en una niebla que poco a poco la está invadiendo, Francia vuelve a ser una nación nerviosa, que duda entre un exaltado proselitismo europeo y una depresión evidente.

El resultado salta a la vista: después del nacimiento del proyecto de moneda única con el tratado de Maastricht, nuestros responsables políticos, de repente indecisos, se sienten desconcertados ante un futuro que ya no saben describir. Los franceses, por su parte, desestabilizado por un mundo en plena revolución, miran a Europa con recelo y se preguntan de qué manera van a poder salir del atolladero en que se encuentra cada día más encerrada nuestra economía.

En realidad, Francia, más que cualquier otra nación, padece una esquizofrenia propia de nuestra época, que el economista americano John Kenneth Gal-

braith describió perfectamente: por un lado, la vida económica moderna atraviesa las fronteras nacionales para constituir una gran asociación global y compleja; por otro, y a contracorriente, las responsabilidades sociales del Estado en materia de empleo, sanidad, educación, etc. no dejan de aumentar. Todas las naciones se enfrentan hoy a esta fundamental dialéctica entre los derechos de la soberanía nacional y los beneficios que debería aportar la ampliación del escenario económico. Sin embargo, Francia nunca ha querido hacer frente a esta nueva realidad. Los objetivos reales de Europa, en concreto, no le han sido expuestos. Le prometieron que todo serían beneficios. De hecho, Europa constituye una mezcla ambigua de concesiones inmediatas y de beneficios aplazados. Más que tratarse del paraíso que siempre se ha anhelado, representa una nueva frontera, con toda la incertidumbre que ello implica.

### Salir del inmovilismo

¿Cómo conseguirlo? Esta tarea incumbe ante todo a los gobernantes. Existen sin duda medidas que permitan salir de este callejón sin salida. Imaginarlas es el cometido prioritario de las diferentes políticas. El calendario del euro las vuelve urgentes, puesto que la moneda única empeorará la tensión entre la tentación de retirarse o el deseo de contestar a la llamada de la apertura. Es el motivo por el cual, esta semana, *L'Express* abre sus páginas a Valéry Giscard d'Estaing.

En efecto, el ex jefe del Estado ha decidido sacar a los franceses del inmovilismo e iniciar un debate enérgico sobre el aterrizaje de Francia en la aventura del euro. La respuesta que aporta a nuestras dificultades inmediatas y futuras es a la vez técnica y sencilla. Partidario de Europa y del euro, Giscard resume sus propuestas en una fórmula: "1 euro = 7 francos". Con esta ecuación, lo que realmente pretende es proponer una nueva distribución monetaria que permita fijar la paridad franco-dólar en 5,50 francos, así como la tasa de entrada del franco en el sistema de moneda única. Pero su proyecto constituye igualmente una crítica a la política monetaria francesa de los últimos años, una política basada en que el franco tiene como referencia el marco alemán. De esta manera, Giscard acaba con un tabú que incluso Chirac, hasta ahora, no se había atrevido a poner en tela de juicio.

Esta propuesta —auténtica devaluación encubierta— tiene mucha importancia, al proceder de un hombre cuya convicción europeísta está fuera de duda. Además, no se limita a una mera táctica política. En efecto, Giscard piensa que de tomarse tal decisión antes de final de año, a partir de 1997 Francia recuperará el oxígeno económico que le falta en la actualidad. De manera implícita, el ex presidente insinúa al gobierno que podría entonces ganar las elecciones legislativas de 1998.

Giscard d'Estaing aduce argumentos de peso que, no obstante, provocan reparos. ¿Qué grado de viabilidad tiene esta ecuación? Exige incontestablemente tener una voluntad de hierro para poder superar dos obstáculos: el político, es decir la actitud de Alemania, y el económico, es decir el comportamiento de los mercados.

Está claro que en los últimos años los gobiernos franceses prácticamente han enajenado su independencia monetaria al tomar el franco como punto de referencia al marco alemán. Técnicamente hablando,

resulta factible volver a plantear la cuestión de dicha paridad antes de establecer una alianza con el euro, aunque para ello Jacques Chirac debería poder convencer al canciller Kohl de que el único objetivo de la recuperación de dicha libertad consiste en facilitar el afianzamiento de Francia en la Europa de la moneda única. Esta tarea incumbe al jefe del Estado. Con este fin, Giscard lanza un reto a Chirac: sin decirlo de manera explícita, le obliga a demostrar que, políticamente, París no depende de Bonn. Giscard tiene intención de dar ejemplo personalmente, puesto que, a partir del jueves 21 de noviembre, inicia una campaña de defensa de su plan de reestructuración del franco ante el canciller alemán y su ministro de finanzas, Theo Waigel, indudablemente con el afán de demostrar que un marco más débil frente al dólar iría en beneficio de Alemania.

### El gobierno no puede guardar silencio

En realidad, Giscard d'Estaing informó a Chirac de sus pensamientos antes de empezar a actuar. Pero, puesto que no ha recibido ninguna respuesta por parte del Elíseo, ha optado por estimular el debate. Sin embargo, la importancia de las cuestiones que plantea es tal, que resulta inconcebible que el gobierno guarde silencio. Éste debería, bien apoyar al ex jefe del Estado, bien cuestionar el realismo de su proyecto respecto a los mercados. ¿Puede Francia, a imagen de Astérix atrincherado en su pueblo, imponer la tasa de cambio del franco frente al dólar y al marco, en el mundo libre y superpotente de los mercados? Giscard piensa que sí, siempre en nombre de la voluntad política. Sostiene que en los mercados se actuará en consecuencia. Desde luego, pero el objetivo de los mercados jamás ha sido el de respetar las políticas nacionales.

Lo cierto es que su plan es importante, porque resalta las dificultades que supone, hoy en día, el tener que guiar el Estado en función de las exigencias nacionales y las leyes de la economía mundial. Giscard entabla, por lo tanto, una discusión fundamental en la que el gobierno de Francia, hasta ahora, no había querido o no había sabido entrar. Se trata, sin embargo, de una discusión inevitable, puesto que constituye el núcleo de los conflictos que van a dominar el período histórico que comienza.

### El plan de Giscard para salir del atolladero

(Valéry Giscard d'Estaing, en *L'Express*, nº 2368, semana del 21 al 27 de noviembre de 1996)

Desde el nacimiento del proyecto de unión monetaria europea, siempre he pensado que la decisión más importante que iba a tener que tomar Francia sería la de fijar la tasa de entrada del franco en el nuevo sistema, es decir la tasa de cambio del franco frente a la futura moneda europea.

¿Por qué la más importante? Porque en el tratado de Maastricht hay una frase que tiene una gran relevancia: "A partir del 1 de enero de 1999, las paridades de las monedas se fijarán de manera definitiva." Dicho de otra manera, ¡para siempre!

Por lo tanto, las dos políticas de saneamiento económico en las que participé —la de 1958, que supuso la

introducción del franco nuevo, bajo el gobierno del general de Gaulle, y la de 1969, cuando me encontraba al frente de las finanzas de nuestro país junto al presidente Pompidou—, y que estaban encaminadas a fijar una nueva paridad para el franco, ¡no podrán aplicarse nunca más!

Cuando es preciso tomar una decisión definitiva, está prohibido equivocarse. No se permite cometer ningún error.

¿Con respecto a qué referencia hay que fijar el valor de entrada del franco? Evidentemente, con respecto a la unidad en que se fija la casi totalidad de los valores monetarios internacionales (el precio de las materias primas y de la energía, el precio de los grandes contratos, las cotizaciones en los mercados financieros de referencia): el dólar. Constituye una equivocación el haberse limitado desde hace algunos años a la relación de cambio entre el marco alemán y el franco. Por muy importantes que sean nuestros intercambios bilaterales, el marco alemán está lejos de constituir por sí sólo una referencia mundial.

1 euro = 7 francos

En el futuro, la cotización directa del franco respecto al marco alemán dejará de tener razón de ser. En efecto, aparecerá la tasa de conversión del franco en euro, así como la cotización del euro en el mercado financiero internacional. ¡Y eso es todo! De esta manera, y a través del euro, el franco estará sujeto a las oscilaciones del mercado mundial de cambios y, por consiguiente, al dólar.

Más adelante, asistiremos indudablemente a una evolución del euro respecto al dólar, lo que supondrá una apuesta muy importante para la política monetaria del Banco Central Europeo.

Pero sería imprudente basarse en la futura evolución del franco para corregir una desfavorable posición inicial del franco respecto al dólar.

En la actualidad, se reconoce que dicha posición no es satisfactoria. Este ajuste inadecuado explica una parte importante del estancamiento que viene sufriendo nuestra actividad económica en los últimos cuatro años, así como la persistencia de unos insostenibles niveles de desempleo.

A la hora de describir esta situación, se prefiere recurrir a una presentación inversa, que relega las responsabilidades insistiendo en la excesiva debilidad del dólar. Poco importa, puesto que el resultado económico es exactamente el mismo.

¿Cómo hemos podido llegar a esta situación?

En la década de los 80, el franco tuvo una vida muy agitada: se devaluó en cuatro ocasiones: en 1981, 1982, 1983 y en abril de 1986. La suma total de dichas devaluaciones alcanza el 15%. En el mismo período, se procedió a una revaluación del marco alemán en cinco ocasiones, elevándose su valor en más del 22%.

Desde 1990, todos nuestros gobiernos se han afeerrado a la idea de mantener la paridad entre el franco y el marco alemán. No se trataba, en contra de lo que se ha dicho, de una política encaminada a mantener un "franco estable", pero sí de una política que establecía

una referencia de nuestra moneda con una divisa cuyo pasado dejaba vislumbrar que la arrastraría hacia arriba.

Las circunstancias históricas han empeorado las consecuencias prácticas de tal elección. En efecto, el temor a la inflación que provocaron las consecuencias monetarias de la reunificación de Alemania, es decir el brusco aumento de la liquidez de dicho país, ha llevado al Bundesbank a aplicar, a partir de 1990, una política de tipos de interés elevados, ocasionando así la apreciación del marco respecto al dólar. El afán de mantener la paridad entre el franco y el marco alemán, aunque no nos afecten directamente las consecuencias monetarias de la reunificación, ha provocado una revalorización del franco respecto al dólar, que no justificaban en absoluto los fundamentos de nuestra economía.

Así es como el dólar, que equivalía a unos 6,90 francos de media en 1986, ya sólo equivalía a 6 francos en 1987, a 5,50 en 1990 y a 5 en 1995. Se cotiza esta semana en 5,07 francos.

1 dólar = 5,50 francos

Esta evolución es la *causa principal* de las dificultades a las que se enfrenta actualmente la economía francesa. Existen ciertamente otras, como por ejemplo el insostenible nivel de cargas fiscales y sociales, y las rigideces de todo tipo que aumentan el tiempo de adaptación de nuestra economía a los nuevos elementos de la competencia internacional. Pero, mientras que reducir dichas cargas o atenuar dichas rigideces requiere cierto tiempo —y el gobierno se está esforzando por conseguirlo— *bastaría con tomar una única decisión* para restablecer el equilibrio de la relación entre el franco y el dólar.

¿Qué nivel sería el apropiado? Algunos recomiendan dejar que lo fijen los mercados. Pero los mercados son fluctuantes por naturaleza, y en ellos se tienen en cuenta las diferencias de tipos de interés así como las anticipaciones a corto plazo de los cambios de paridad. Es entonces preferible *indicarles con claridad el nivel que se considera apropiado*, puesto que tanto la progresiva reordenación de nuestro gasto público como el excedente de nuestra balanza de pagos por cuenta corriente protegen dicho nivel.

Sopesando con detenimiento el pro y el contra, el objetivo que se debería perseguir sería el de *volver a la relación de cambio de principios de los años 90*, período en que el dólar equivalía a 5,50 francos.

Se trata en realidad de un objetivo que implica una mínima corrección, porque, desde entonces, la situación de la economía americana ha mejorado de manera considerable, mientras que la nuestra, por desgracia, ha ido empeorando.

Sólo daré un dato. Entre de los 27 países industrializados que ha analizado el banco americano Morgan Stanley, Francia ocupa el tercer rango en cuanto a coste por hora de la mano de obra del sector industrial. Mientras que en 1985 una hora de trabajo en dicho sector costaba 7,52 dólares en Francia y 13,01 dólares en Estados Unidos, diez años después, en 1995, la relación se invirtió: la hora de trabajo cuesta 19,34 dólares en Francia contra los 17,20 que cuesta en Estados Unidos. Esta realidad tiene su explicación en la subida moderada de los salarios de Estados Unidos, pero, sobre todo, en la *fuerte caída* del dólar.

De ahí mi propuesta, prudente pero necesaria: es preciso *fixar una tasa de cambio entre el franco y el euro que corresponda a una paridad actual de 5,50 francos por 1 dólar*.

Puede ocurrir que el mecanismo elegido para establecer el euro haga llegar a la misma conclusión.

Por razones prácticas inevitables, se decidió no proceder el mismo día, es decir el 1 de enero de 1999, a la sustitución de todas las monedas europeas por euros. El Consejo Europeo de Madrid ha optado por una solución más prudente: el 1 de enero de 1999, el euro sí se convertirá en la *moneda única de todos los países* que componen la unión monetaria, pero los habitantes de dichos países podrán seguir utilizando, durante tres años y para sus gastos habituales, los antiguos signos de sus monedas nacionales. La gran diferencia consistirá en que, al fijarse las tasas de cambio "de manera definitiva", las monedas nacionales pasarán a ser *meras denominaciones* del euro, como ocurría hasta ahora con los centavos respecto al franco, o con las guineas respecto a la libra británica.

En su vida diaria, los franceses utilizarán tanto euros como francos. Podrán tener cuentas corrientes y tarjetas de crédito en euros, así como pagar sus compras o satisfacer sus deudas en euros o en francos. Asimismo, los precios se determinarán en euros o en francos. Puesto que el euro acabará sustituyendo de manera definitiva al franco, los franceses se harán una pregunta de carácter práctico: "¿A cuántos francos equivale este precio en euros?". Dicho de otra manera: "¿Cuántos francos es un euro?"

La respuesta a esta pregunta afectará la vida diaria de los franceses. Sin embargo, no cabe duda de que la solución que proponen los expertos es inviable. ¡Contemplan la posibilidad de que la tasa de conversión tenga seis dígitos! Esto supondría para el franco, convertirse en una unidad seguida de cinco decimales. ¡Ni pensarlo! Son fórmulas aceptables para los especialistas en mercados financieros o cuando se trata de garantizar la continuidad de los contratos, pero inconcebibles para los ciudadanos de a pie, que tendrían que llevar una calculadora en todos sus desplazamientos o cuando se fueran de compras, con el fin de calcular, con cifras de cinco decimales, el importe en francos de lo que tengan que pagar cuando el precio esté determinado en euros.

Aún se suceden las acaloradas declaraciones de los dirigentes políticos reclamando a todos, una "Europa cercana a la gente". Imaginemos las reacciones de la población ante una serie de complicaciones que eclipsarán los recuerdos acerca de la sustitución del franco antiguo por el franco nuevo, ¡una reforma con la que sólo se pretendía borrar dos ceros!

El éxito de la unión monetaria —recordemos que supone un período de transición de tres años— depende de su entendimiento y aceptación por la opinión pública en la vida diaria. De lo contrario ¡se rechazaría!

Pero no perdamos el sentido común: es sumamente conveniente que la *equivalencia del euro en francos sea una cifra redonda*.

Y es posible. El 12 de noviembre, la cotización del euro en francos era de 6,4609 francos. Entonces, en lugar de mantener una cifra tan extraña, ¿por qué motivo no anuncia el gobierno su deseo de conseguir

una tasa de cambio de 7 francos para 1 euro? Con el debido respeto, se lo aconsejaría.

Dicha tasa de cambio pasaría a ser definitiva el 1 de enero de 1999. Sería perfectamente comprensible, práctica y además equivaldría, según las actuales condiciones del mercado, ¡a un cambio de 5,49 francos por dólar!

No quisiera confundir al lector con detalles técnicos referidos al procedimiento que permitiría alcanzar un cambio de 7 francos para 1 euro. Los reservaré para publicaciones especializadas. Sin embargo, es preciso tener en mente dos nociones específicas: el paso del ecu al euro, previsto para el 1 de enero de 1999, se realizará siguiendo una continuidad; el euro tomará exactamente el relevo del ecu. Y la fijación de las famosas tasas de cambio definitivas de las monedas europeas se limitará a proceder a un registro del cambio de dichas divisas cuando se tome esta decisión, con el fin de no correr el riesgo de alterar los mercados. La relación 7 francos = 1 ecu deberá, por lo tanto, establecerse con antelación. ¡Y cuanto antes mejor!

Me replicarán que no se nos permite hacerlo. No es cierto. Basta con recordar que, durante la crisis monetaria ocurrida a mediados 1993, se decidió ampliar en un 15% los márgenes de fluctuación del Sistema Monetario Europeo en ambos sentidos de la paridad. La nueva relación entre el franco y el ecu se mantendría con creces dentro de estos límites.

Volvamos ahora a lo fundamental. ¡Francia se ahoga! Después de haber estado al frente de su gobierno en tiempos pasados, y al seguir ahora con apasionado interés sus dificultades cotidianas, soy de los que no se resignan. Si aceptáramos que tal situación perdure, ¡ésta nos depararía sin duda terribles desilusiones!

Francia se ahoga bajo el peso de sus cargas y bajo el efecto de un desenfrenado intervencionismo estatal, prohibiéndonos ambas circunstancias adaptarnos a los nuevos factores económicos mundiales.

La decisión de alcanzar un nivel satisfactorio para entrar en la unión monetaria no constituye *una alternativa* que permitiría evitar las reformas necesarias, es decir, un *esfuerzo adicional para reducir las cargas* —las cargas fiscales *directas* para fomentar la creación de empresas, y las *subvenciones sociales* destinadas a los bajos salarios para favorecer la creación de empleo—, ni un frenazo al intervencionismo político; se trata de *una condición* que permitirá llevar a cabo dichas reformas con gran éxito.

#### Para hacerlo con buen pie.

Si el gobierno hiciera pública su intención de alcanzar la nueva paridad de 7 francos por 1 euro, lo que corresponde a 5,50 francos por 1 dólar, *en un plazo de 6 a 9 meses asistiríamos a una importante aceleración del crecimiento*. Nuestro PIB alcanzaría un crecimiento del 3%, y para mediados de 1997 volveríamos a entrar en una fase de expansión. La modificación de la paridad monetaria provocaría un aumento automático de los ingresos de los agricultores. Cabe esperar que, tras dos años de estancamiento, volvamos a tener una fructífera temporada turística. Asimismo, podrían volver a crecer los márgenes de beneficio de importantes sectores industriales como el del automóvil.

El correspondiente aumento de las recaudaciones fiscales *nos protegería de sorpresas desagradables en lo relativo a la aplicación del criterio presupuestario de Maastricht*.

Y el cambio de imagen del clima político *facilitaría la aplicación de las reformas*. La opinión pública se daría cuenta de que dichas reformas son realmente necesarias para mejorar el futuro.

Antiguamente, en los manuales de economía política se sostenía que, para llevar a cabo con éxito un cambio de paridad monetaria, era preciso disponer de una política de apoyo. En la actualidad, cuando acaba de ser votado el presupuesto de saneamiento, yo invertiría la propuesta: para que las reformas tengan éxito, es preciso apoyarse en una paridad monetaria exacta.

Por esta razón, mi recomendación podría expresarse con una fórmula muy sencilla, que se puede escribir con tiza en una pizarra: 1 euro = 7 francos.

¡Sólo entonces entraríamos con buen pie en la Unión Monetaria!

#### (ENTREVISTA)

#### No es preciso que los franceses piensen que se han burlado de ellos

Denis Jeambar, Corinne Lhaïk y Jean-Pierre Séréni, en *L'Express*, nº 2368, semana del 21 al 27 de noviembre de 1996)

L'EXPRESS: No utiliza nunca la palabra "devaluación" en su texto. Sin embargo, ¿es de lo que se trata?

*Valéry Giscard d'Estaing*: Esta palabra tiene una connotación negativa en la cultura francesa. Se ha relacionado, por lo menos en el pasado, con nuestras desgracias monetarias; en este caso, no se trata de devaluación en el sentido literal de la palabra. Propongo encontrar la tasa exacta entre el dólar y el franco, dos monedas cuya fluctuación está correlacionada. Si nos ponemos a analizar los últimos seis años, el valor del dólar ha sido más bajo en algunas ocasiones, pero también ha habido períodos en que superó los 6 francos. La paridad de 1 dólar para 5,50 francos me parece la más correcta.

*Para determinar esta paridad ideal, aborda el tema del euro. Según sus cálculos, si se decide fijar el valor de la futura moneda europea en 7 francos, ¿esto equivaldría, aritméticamente, a que un dólar cueste 5,50 francos?*

Sí. Y es una suerte increíble. La cuestión del euro ha constituido el punto de partida de mi reflexión. ¡Deseo que la moneda única salga adelante! Ya se sabe que, de aquí a finales de 1998, se atravesarán situaciones muy difíciles, en particular porque en 1998 habrá elecciones en Francia y en Alemania. Si se aprueban algunas de las propuestas de la Comisión Europea de Bruselas, esto nos llevará a una situación difícilmente soportable. ¡Sus expertos proponen que la equivalencia del euro en moneda nacional sea una cifra con cinco decimales! Se sabe que el euro equivaldrá a un ecu [nota de la redacción: el ecu es la ceca de las diferentes monedas europeas que actualmente utilizan

los bancos y las empresas]. Actualmente, el ecu está valorado en 6,4609 francos. ¿Se imagina en el Salón del Automóvil sacando su calculadora para saber cuánto cuesta, en francos, un coche de 11.000 euros? Es por lo tanto necesario llegar a una cifra redonda en francos. Si se fija el valor del euro en 6 francos, esto supondría una revaluación del franco, lo cual empeoraría las dificultades actuales. Si se fija en 7 francos, recuperaríamos una paridad internacional más satisfactoria. El dólar equivaldría entonces a 5,50 francos.

*¿Por qué es buena esta cifra para Francia?*

Porque sufrimos una sobrevaluación situada entre el 8 y el 9% respecto al dólar. El marco, al que nos hemos unido, nos ha empujado hacia arriba. En consecuencia, nos enfrentamos a una política de deflación interna impuesta por los criterios presupuestarios de Maastricht, así como a una sobrevaluación de nuestra tasa de cambio. Esto se paga en materia de crecimiento y de empleo: nuestra tasa de desempleo ha alcanzado unos niveles insostenibles, y nuestro crecimiento apenas alcanza el 2%. Tenemos que llegar al 3%.

*¿De qué manera puede ayudarnos un dólar a 5,50 francos?*

Si se deprecia el franco respecto al dólar, nuestra moneda también se depreciará respecto a las monedas europeas, como la libra, la lira y la peseta, cuyas devaluaciones nos han hecho tanto daño. Tanto nuestro comercio exterior como nuestros agricultores o nuestro turismo se verían beneficiados. Un sentimiento de euforia invadiría entonces el sistema productivo francés. En caso de que se tome de manera inmediata dicha decisión, los efectos serían visibles para los franceses a partir de mediados de 1997.

*¿Ha encontrado entonces el detonador que Chirac y Juppé están buscando con desesperación?*

¡Sí! Es un detonador muy potente. Entraríamos en una nueva fase de crecimiento que nos permitiría, no sólo cumplir los criterios de Maastricht, sino también seguir reduciendo las cargas presupuestarias, lo que constituye una prioridad absoluta.

*Pero, para depreciar el franco respecto al dólar, es obligatorio hacer lo propio respecto al marco. Sin embargo, el Sistema Monetario Europeo nos exige respetar un margen de fluctuación cercano al 15% (cifra fijada después de la crisis de agosto de 1993) respecto a la tasa eje (1 marco alemán equivale a 3,35 francos). ¿Es su propuesta compatible con nuestros compromisos europeos?*

Lo ideal sería que también los alemanes intentasen modificar la paridad entre su moneda y el dólar, porque se enfrentan al mismo problema que nosotros. Pero no parecen tener intención de hacerlo. Por lo tanto, debemos actuar solos. Si depreciamos en un 8% el franco respecto al dólar, nuestra relación con el marco se vería afectada de manera proporcional. Dicha moneda alcanzaría el valor de 3,65 francos, cuando en la actualidad se sitúa en unos 3,38 francos. De este modo, seguiríamos cómodamente dentro del margen establecido del 15%.

En la práctica, respetamos un margen más estrecho (de aproximadamente un 2,25%), que ya estaba en vigor antes de agosto de 1993. Si decidiéramos dejar

de respetar dicho margen oficioso, ¿no deberíamos entonces contar con el acuerdo de los alemanes?

Jurídicamente, nada nos obliga a ello. El margen es del 15%, y dentro de estos límites, tenemos total libertad de acción. Dicho esto, los alemanes son nuestros socios en muchos campos, y no deberíamos cogernos por sorpresa. Pero les recuerdo que cuando han tenido que tomar decisiones en materia monetaria —la más importante fue la fijación de una paridad entre el marco alemán y el Ostmark (marco de Alemania oriental) en el momento de la reunificación— no nos han consultado mucho. Consideraron que se trataba de un problema nacional. Pues en nuestro caso, fijar nuestro nivel de entrada en el euro ¡también constituye un problema nacional!

*¿No podría cada país decidirlo de manera individual?*

La decisión formal será aprobada por unanimidad por el grupo de países que participen en el euro. Pero consistirá en una ratificación en función de las tasas de cambio existentes en el período previo a tal decisión. Es por lo tanto preciso actuar de manera inmediata con el fin de situarse en el nivel que se considera conveniente, para, posteriormente, ratificarlo cuando se proceda a la elección.

*Pero si de repente decidiéramos sacarle mayor partido al margen del 15%, ¿no correríamos entonces el riesgo de provocar una especulación a la baja del franco, superando ampliamente el 15%? Y, en tal caso, ¡adiós moneda única!*

Nuestra moneda es fuerte, puesto que en la actualidad no tenemos que esforzarnos mucho por mantener su valor, ni siquiera aumentando los tipos de interés o llevando a cabo intervenciones masivas en el mercado de cambios. Si decidiéramos reducir el nivel de nuestra moneda, dejaríamos de estar en la retaguardia de los mercados para situarnos a su cabeza. Sería una iniciativa del gobierno de Francia, que elegiría su tasa de entrada en el sistema de moneda única.

*A la inversa, y técnicamente hablando, en los mercados se puede considerar que no tenemos ningún motivo para depreciar el franco respecto al marco. Dichos mercados pueden seguirnos durante algunos meses pero luego volver a situar el franco en su nivel actual. En tal caso, ¿su maniobra sería como un mandoble en el agua!*

No, porque la decisión de entrar en la Unión Monetaria es estrictamente política. Por lo tanto, el factor "voluntad" desempeña un papel importante. Si estamos verdaderamente determinados, en los mercados se considerará que conviene apoyar nuestras decisiones.

*¿No implica su propuesta que los estatutos del futuro Banco Central Europeo establezcan la obligación de velar por el crecimiento, y no sólo por la estabilidad de los precios?*

Sí, la política monetaria del Banco Central Europeo deberá perseguir este objetivo. Pero no es necesario incluirlo en sus estatutos. Cuando dicho banco establezca sus reglas, deberá discutir esta cuestión de fondo. Y pienso que se conseguirá el siguiente consenso: dar prioridad a la estabilidad de los precios, pero teniendo siempre presente la necesidad de un crecimiento no inflacionista. Y además, claro está, el banco

central deberá estar pendiente del valor externo de la moneda europea. Pienso que tal consenso es posible, porque los alemanes se encuentran en una situación muy similar a la nuestra: su crecimiento es débil y su tasa de desempleo sigue una trayectoria ascendente. Además sustentan los mismos debates. Helmut Schmidt [ex canciller alemán], quien comparte conmigo la paternidad de la moneda europea, expone las mismas ideas en el diario *Die Zeit* [artículo publicado por el diario *Le Monde* del 9 de noviembre de 1996]. De hecho, le he comentado mi propuesta.

*Si su estocada secreta es tan eficiente, ¿por qué no la ha puesto en práctica antes?*

En Francia se han desaprovechado varias ocasiones. La primera, en marzo de 1993, inmediatamente después de las elecciones legislativas; la cohabitación lo impidió. La segunda, durante la crisis monetaria de agosto de 1993; pero los que eran partidarios de la fluctuación del franco también eran contrarios al establecimiento de la unión monetaria. Simpatizar con su política hubiera supuesto renunciar a este proyecto. El gobierno de aquel entonces tuvo razón al no hacerlo, aunque desde un punto de vista económico se trate de la mejor solución. Y, por último, la tercera oportunidad que tuvo Francia se la brindaron las elecciones presidenciales de mayo de 1995. Siempre he sido de la opinión que tal decisión debía ser la primera que ha de tomar un presidente de la República recién electo, y que el tradicional encuentro francoalemán, en plena campaña electoral, constituía una oportunidad para anunciar nuestra nueva paridad.

*¿Por qué no se ha hecho?*

No lo sé. De haber sido candidato, lo hubiera incluido en mis prioridades, así como una reducción sustancial de las cargas sociales de los bajos salarios y la cuestión de los mandatos quinquenales.

*¿Le ha comentado su idea al presidente Jacques Chirac?*

Sí, el verano pasado.

*¿Cuál fue su reacción?*

Él es quien debe contestar a esta pregunta.

*¿Cuál sería el calendario perfecto para aplicar su propuesta?*

Habría que comunicar nuestra paridad inmediatamente después de votar los Presupuestos. Es decir en el transcurso de los próximos días, y antes del año que viene, puesto que entre 1997 y 1998, las cámaras de comercio, las empresas y los grandes distribuidores se dedicarán a preparar activamente la entrada del euro. Resulta, por lo tanto, imprescindible darles una señal clara: el euro equivaldrá a 7 francos. Si es imposible tomar tal decisión desde un punto de vista jurídico, se podrá situar el franco en esta trayectoria. De hecho, tendremos que hacerlo, porque de lo contrario, si no se les ofrece una solución sencilla, los franceses pensarán que se han burlado de ellos.

## El Informe del Comité de Asesores Económicos del gobierno alemán

(De varios diarios en lengua alemana)

Recogemos lo más sustancial de este informe y un breve comentario editorial de *Frankfurter Allgemeine Zeitung*

\*\*\*

El Comité de Asesores Económicos del gobierno alemán ha emitido su tradicional dictamen, referido esta vez al próximo año. Cabe recordar que el Comité lo componen los cinco profesores que a continuación se relacionan –también conocidos como los “Cinco Sabios”– correspondiendo la presidencia al primero de ellos: Herbert Hax, de la Universidad de Colonia; Jürgen B. Donges, de la misma Universidad; Rolf Peffekoven, de la Universidad de Maguncia; Wolfgaang Franz, de la Universidad de Constanza y Horst Siebert, Presidente del Instituto de Economía Internacional de Kiel.

El Comité vislumbra con sentimientos dispares la evolución de la economía alemana en 1997. Espera que se siga recuperando, pero, en cambio, no prevé un despegue de las inversiones. Tampoco confía que mejore la situación del crecimiento, no es capaz de ponerle remedio. Ésta es, en resumen, la tesis del informe presentado en Bonn por el grupo de expertos. La debilidad en cuestión sólo podría superarse si la política económica creara condiciones marco seguras, mediante reformas con orientación de futuro y coordinadas entre sí, que permitieran recuperar la confianza de los particulares. Las reformas deberían tener lugar en todos los planos, pero muy particularmente en el de la seguridad social al que el Comité dedica un capítulo especial en su dictamen.

Hay una gran coincidencia entre el pronóstico de los expertos y el del informe de otoño de los seis principales institutos de investigación económica recogido ya en el número anterior de *Cuadernos*. Se señala que la expansión se ve favorecida sobre todo por la exportación, ya que en los países industriales se confía en que en 1997 haya un moderado desarrollo al alza de aproximadamente un 2%. También registrarán cierta reanimación una serie de sectores próximos a la industria. En cambio, las actividades económicas orientadas hacia el mercado interior, como la construcción, el comercio, el transporte y los servicios, quedarán más bien a sotavento de la evolución de la coyuntura. La exportación seguirá así siendo la locomotora más importante, si bien su fuerza impulsora continuará sin beneficiar a las inversiones. De consiguiente, actualmente es difícil prever si los empresarios abandonarán en tiempo previsible su cautela y volverán a incrementar fuertemente estas inversiones.

La política financiera –sometida al círculo vicioso de elevados gastos y creciente presión de impuestos y gravámenes, con una base imponible en retroceso, y de una carga de intereses en aumento con déficit persistentemente altos– debería proseguir de forma consecutiva los esfuerzos de saneamiento para conseguir doblegar, como exigen los criterios de Maastricht por debajo del 3,3%, el endeudamiento nuevo, estimado por los cinco profesores en esta cuantía. De todas formas, uno de ellos, Wolfgaang Franz, se separa en este punto del parecer de los demás al considerar que debe darse la debida importancia al riesgo de agrava-

CUADRO NÚM. 1  
EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ALEMANA  
(Variaciones en términos reales respecto al año anterior en porcentaje)

	1994	1995	1996	1997
Consumo privado.....	1,0	1,8	1,75	1,75
Consumo del estado.....	1,3	2,0	2,75	1,00
Inversiones en equipos.....	-1,2	2,0	0,50	3,50
Inversiones en construcción .....	7,7	1,2	-2,25	-0,25
Exportaciones .....	7,5	5,9	3,50	6,75
Importaciones .....	7,1	6,4	2,00	4,75
Producto Interior Bruto (PIB) .....	2,9	1,9	1,50	2,50
PIB en Occidente de Alemania.....	2,2	1,6	1,50	2,50
PIB en Este de Alemania.....	9,9	5,3	2,00	2,25
Índice de precios al consumo(1).....	2,7	1,8	1,50	1,75
Rentabilidad circulante (porcentaje)(2).....	6,7	6,5	5,80	6,00
Tasa de utilización de capacidades(3) .....	94,4	94,4	94,30	94,90
Tasa de paro				
(Nivel en porcentaje) .....	10,5	10,4	11,40	11,70
En Oeste de Alemania.....	9,2	9,3	10,10	10,40
En Este de Alemania.....	15,7	14,5	16,10	16,50
Tasa de paro abierto y descubierto .....	15,3	14,6	15,20	15,00
En Oeste de Alemania.....	11,2	11,4	12,40	12,50
En Este de Alemania.....	29,1	26,0	25,50	24,50
Costes salariales unitarios.....	-0,1	1,3	0,25	-0,50
En Oeste de Alemania.....	-0,4	1,0	-0,25	-0,75
En Este de Alemania.....	-1,1	1,9	2,25	2,25

(1) Variación respecto al año anterior en porcentaje; (2) Rentabilidad circulante de título renta fija con vencimiento de más de 4 años; (3) Producto Interior Bruto en porcentaje del potencial productivo  
Fuente: Comité de Asesores Económicos y Estadísticas Oficiales. Los valores para 1996 son estimaciones, los valores para 1997, pronósticos del Comité de Asesores Económicos.

miento de las tendencias recesivas, mostrándose, por ello, partidario, en fase de recesión, de una interrupción de las medidas de saneamiento.

Los criterios de política financiera no deben flexibilizarse. Es mejor aplazar la Unión Monetaria Europea si en la primavera de 1998 —momento previsto para el examen— resultara que no pueden cumplirse las condiciones exigidas. Un aplazamiento no significaría el fin de la Unión Monetaria.

Otro aspecto necesario lo constituye para los asesores el pacto de estabilidad europeo que, sin embargo, no puede reemplazar el cumplimiento de los criterios de convergencia, como algunos políticos insinúan a veces. Los "sabios" creen que el proyecto de pacto elaborado por la comisión Europea es impreciso. Proponen que la superación del déficit presupuestario del 3% lleve automáticamente consigo sanciones. En caso de acontecimientos extraordinarios que den lugar a fuertes dislocaciones de la economía nacional, pero que no tengan nada que ver con los habituales puntos bajos de la coyuntura, debería ser un grupo independiente el que, a petición del país afectado, suspendiera el automatismo de las sanciones.

Pero también consideran necesario los expertos un pacto nacional de estabilidad que asegure el reparto entre la Federación y los "länder" del déficit admisible. Una comisión de expertos podría elaborar una propuesta para la distribución del marco de la deuda. Lo cierto sería, sin embargo, que los estados federados resultarían particularmente afectados, porque, contrariamente a lo que sucede con la Federación, no tiene autonomía en materia de política fiscal.

Con vistas a la reforma del impuesto sobre la renta,

el informe insiste en una escala de gravamen progresiva lineal con reducción, tanto del tipo máximo, como del tipo de entrada. Una rebaja sustancial de la escala, con tipos entre el 20 y el 40%, tendría como consecuencia una disminución de ingresos fiscales de entre 80 y 100.000 millones de DM, difícilmente soportable hoy. Pero sí debería alcanzarse en esta reforma una desgravación de los particulares del orden de los 20 a los 30.000 millones de DM. Para ello debería reducirse el gasto, porque, de lo contrario, sería inevitable la subida de otro impuesto.

Como se ha señalado, los autores del dictamen dedican este año especial atención a la reforma de la seguridad social. Desde su punto de vista, deben ir ganando en importancia, para que el sistema tenga posibilidades de mantenerse a largo plazo, la previsión y la responsabilidad propias frente a la prestación colectiva de asistencia. En general, deberían en la seguridad social estar más estrechamente vinculadas entre sí la carga contributiva y la protección proporcionada por el seguro. Según los autores, en el seguro de pensiones se llegará inevitablemente a una coexistencia de una cobertura básica obligatoria y una previsión adicional organizada a nivel individual y, en todo caso, de la empresa. Con ello podría ganar en importancia el procedimiento de cobertura de capital, procedimiento que puede proporcionar una mayor rentabilidad. Este procedimiento supone un mayor riesgo económico, pero un menor riesgo político. En cuanto al seguro de enfermedad, se trataría de mejorar las condiciones de competencia, ya que en este terreno lo que domina son la planificación central, las instrucciones y los preceptos.

La eficacia del seguro de paro se podría aumentar ofreciendo posibilidades de elección a los trabajadores. El seguro estatal e desempleo podría estar dividido en una cobertura mínima obligatoria y un seguro voluntario suplementario. La primera debería corresponder a una determinada fracción de la retribución neta y estar fijado de manera que para la gran mayoría de los asalariados estuviera por encima de la pensión asistencial, pero por debajo del nivel actual de prestaciones del seguro de desempleo.

Juntamente en este punto del paro concluye el informe cuando —después de afirmar que la política monetaria es la que hoy da lugar a menos preocupación, porque no hay presión inflacionista— señala que el mayor riesgo para los pronósticos radica en la difícil apreciación del comportamiento de los interlocutores sociales. Los cinco profesores esperan que la política salarial siga ajustándose al objetivo de garantizar el empleo. Sin embargo, no hay que excluir huelgas y "lock-outs" que amortiguarían aun más la disposición a invertir (cuadro núm. 1).

La recuperación en los nuevos estados federados progresa más lentamente. En 1997 la economía podría crecer en el Este sólo un 2,25%, frente al 2% en la parte occidental del país. Los expertos previenen, no obstante, contra el pesimismo. Además, señalan que, a pesar del riesgo de caer en la mentalidad de la subvención, está fuera de duda que los nuevos estados federados siguen necesitando considerable ayuda financiera. Sin embargo, es necesario fijar adecuadamente las prioridades. Si el fomento de las inversiones, inicialmente limitado en el tiempo, se viene prorrogando una y otra vez, en vista de la crítica situación de muchas empresas, se reafirmará la expectativa de que las inversiones

están permanentemente subvencionadas. Y esta idea debe sufrir un cambio.

### Reformas y riesgo.

(Edit. de *Frankfurter Allgemeine Zeitung*)

Implantación de reformas: éste es el título y la clave, al mismo tiempo, del informe de los expertos. Estas reformas han de estar orientadas con criterio de futuro y coordinadas entre sí, no de otra forma se podrá superar la debilidad en el crecimiento. Ya no sirven las medidas aisladas —por ejemplo, sólo la reforma del impuesto sobre la renta. A la reforma fiscal hay que añadir una nueva estructuración de los sistemas de la seguridad social. Un paquete de medida de la amplitud que exige el Comité de Asesores— —ya no se quiere hablar de reclamar— va naturalmente más allá de un sentido modificado de las obligaciones de previsión y de asistencia del estado y, con ello, también la responsabilidad propia. El ciudadano se ha habituado a lo largo de décadas, y para su bienestar, a hacer responsable al estado. Los gobernantes han atendido de buen grado este deseo, ya que conllevaba para ellos un fuerte aumento de la capacidad de disposición sobre recursos financieros y sobre tareas creadoras. Los “sabios” piden de forma categórica que se introduzca un giro. El estado debe reducir gastos y concentrarse en sus propias funciones. En cuanto a los ciudadanos, deberán, sí, pagar menos impuestos, pero también asumir más responsabilidad propia en su cobertura social. Esto encierra un riesgo económico. Pero éste podría ser en una cierta medida más pequeño que el riesgo político de los actuales sistemas estatales de seguridad social.

### Las vacilaciones de los británicos

(Edit. de Bettina Schulz en *Frankfurter Allgemeine Zeitung* del 18 de Noviembre)

Lo más tarde en Mayo habrá en Gran Bretaña elecciones. Uno de los temas centrales de la campaña electoral lo constituirá, como no podía esperarse fuera de otro modo, la Unión Monetaria Europea. Por supuesto que menos en un sentido positivo. Mientras que Italia y España se esfuerzan por su incorporación ya en la primera fase, en 1999, en Gran Bretaña lo que se cultiva es realmente la aversión a la idea de integración de la Unión Monetaria.

Todo parece indicar que en la fecha citada Gran Bretaña no accederá. El partido conservador está demasiado dividido en esta cuestión. Incluso en el partido laborista se oyen, mientras tanto, voces contrarias a la adhesión. Así Robin Cook, del gabinete en la sombra de Tony Blair, ha formulado hace poco una visión bastante euroescéptica de la Unión Monetaria. Al mismo tiempo, una y otra vez se presentan en la isla nuevos argumentos para explicar por qué la entrada en la Unión Monetaria sería fatal para Gran Bretaña. Apenas existe otro país europeo al que, como Gran Bretaña, le sea tan difícil admitir el planteamiento de vincularse, en el campo de la política monetaria y fiscal, a la Unión Europea y de renunciar a derechos de soberanía.

De todas maneras, hay argumentos materiales, y sobre todo técnicos, que hacen improbable una partici-

pación inmediata de Gran Bretaña en la Unión Monetaria. En realidad, este país debería incorporarse al Sistema Monetario Europeo para reunir las condiciones necesarias para su admisión en 1998. En ello no cabe pensar, por el momento. Tampoco es de esperar que los países europeos vecinos compartan la interpretación de Kenneth Clarke en el sentido de que el actual Sistema Monetario no es el sistema de anchos de banda “normales” al que, en el Tratado de Maastricht, se ha convertido en el fundamento del “test” monetario de convergencia.

El tiempo que resta entre las elecciones al Parlamento, en Mayo, y la selección, en 1998, es, además, muy breve para poder hacer pasar por las Cámaras una ley sobre la autonomía del Banco de Inglaterra. Hecha abstracción de los plazos para consultas, también se plantea la cuestión de si un gobierno que acabara de tomar posesión querría realmente hacerse enseguida cargo de asuntos tan controvertidos.

A esto hay que añadir las dificultades coyunturales. Contrariamente a lo que sucede en los países del Continente, Gran Bretaña se encuentra actualmente en una fase de fuerte expansión de la coyuntura, con claros riesgos de inflación. Aunque las elecciones están próximas. Clarke ha tenido que subir ya ahora los tipos de interés. El Banco de Inglaterra ha anunciado preventivamente que esto no es suficiente. Muchos opinan que, si Gran Bretaña quisiera entrar en la Unión Monetaria, habría que esperar a un período de intereses de descenso. Por éstos y otros motivos se afianza en este país la esperanza de que se va a dar tiempo al tiempo y se va, en su caso, a acceder más tarde, quizá en el año 2002, a la poco deseada Unión Monetaria.

En la discusión pública también se mencionan, como es natural, los inconvenientes de la estrategia del no o de la vacilación. Gran Bretaña está perdiendo desde este momento influencia para participar en la formulación de las futuras condiciones marco de la Unión Monetaria. El controvertido debate sobre las modalidades de la presencia de Gran Bretaña en el sistema de pagos “Target” ha abierto los ojos al Banco de Inglaterra y al Ministerio británico de Finanzas. No es realista la suposición de que a una Gran Bretaña ausente se le podrían —en caso necesario, también con cargo a la regulación de la oferta monetaria— otorgar, en el trámite de pagos, condiciones excepcionales para el tráfico monetario con el Banco Central. En la plaza financiera de Londres se es mientras tanto más sensato.

Son cada vez más los banqueros de la “City” londinense que temen que la sindicación de empréstitos en euros y el mercado primario de euroempréstitos pudieran paralizarse si Londres no participa. Podrían seguir el mercado primario de títulos industriales de deuda en euros, también el mercado secundario y, por último, asimismo, el mercado de otras monedas. Londres seguiría siendo centro del mercado de divisas, de la “corporate finance” y, sobre todo, de productos financieros más complejos. No obstante, si Gran Bretaña quedara al margen de la Unión Monetaria, la plaza financiera londinense resultaría afectada. Con independencia de esto, Gran Bretaña tendrá que pagar siempre un recargo de rentabilidad frente al euro, por lo menos, en cualquier caso, si el euro se convierte en una moneda estable y codiciada.

Hasta ahora, la industria británica y la “City” londinense han mostrado reserva. Pero, lo más tarde des-

pués de las elecciones, aumentará la presión desde el mundo empresarial en favor de la incorporación a la Unión Monetaria, aunque la mayor parte de los representantes de este sector y de la "City" tengan, en realidad, una mentalidad contraria a ella.

El Ministro de Finanzas Kenneth Clarke y el Banco de Inglaterra hacen todo lo posible para que Gran Bretaña pueda satisfacer los criterios de Maastricht. No es fácil que a finales de Noviembre, con motivo de la presentación del nuevo presupuesto, Clarke ofrezca grandes rebajas de impuestos. El endeudamiento nuevo es, de todas formas, demasiado elevado. Al mismo tiempo, el Banco de Inglaterra insiste en una nueva subida de tipos de interés, por mucho que esto pueda irritar a Carke. Pero es que la inflación está, con aproximadamente el 3%, claramente por encima de la de Alemania y Francia.

El gobierno se encuentra así ante un dilema. A corto plazo, coincidiría con el sentir de la población si mantuviera a Gran Bretaña fuera de la Unión Monetaria. Pero, en un segundo término, se perfila en los bancos y en el mundo de la industria el deseo a tomar parte. A lo mejor los británicos siguen la tradición. La experiencia histórica muestra que Gran Bretaña —como ya sucedió con la creación de la Comunidad del Carbón y del Acero, la Comunidad Europea y el Sistema Monetario Europeo— primero esperará, se quejará de los demás estados que la precedan y después seguirá de mala gana. Sin embargo, la Historia tampoco es una maestra de la que quepa fiarse del todo.

### Francia refunfuña en contra de Maastricht

(*Süddeutsche Zeitung*, edit. de Rudolph Chimelli del 22 de Noviembre)

¿Se están preparando los batallones de Francia para una nueva batalla de Maastricht? No se desoyen, incluso en las filas de destacados políticos del gobierno, las voces de los críticos de la consecuente trayectoria europea del Presidente Chirac y de su Primer Ministro Juppé. Para todos ellos, la rigurosa política de estabilidad, que en los dos próximos años deberá preparar al país para la transición al euro, es la que da la pauta. El creciente desempleo, la popularidad, en baja, de quienes detentan el poder, la precariedad de las arcas públicas, el persistente estancamiento de la economía, la alarma social ponen, en realidad, a prueba el tejido de la sociedad francesa.

Aunque también se hace responsables a los criterios de Maastricht de todos los males, no se trata, sin embargo, tanto de economía y moneda, como de política. A muchos franceses les inquieta la idea de que las decisiones que afecten directamente a su vida personal no se tomen ya en París, sino, por burócratas anónimos, en Bruselas, o por presidentes de bancos, detrás de gruesas puertas acolchadas —y, en este caso, encima, en Frankfurt. A lo largo de cuatro siglos el pueblo se ha acostumbrado a que el rey ordene y disponga de forma soberana— o lo haga el presidente de la República, con sus ministros y los diputados. Normalmente la gente estaba descontenta con los resultados, increpaba, se rebelaba, se manifestaba. Pero el cuño de las monedas de antes o la moderna fotografía en color en

el ayuntamiento ponían de manifiesto a todo el mundo con quien se las tenía que ver.

La clase política está familiarizada con estos estados de ánimo y sabe cómo enfrentarse con ellos. Porque, por lo menos tanto como la pobreza pública, preocupa, a quien detenta el poder, su personal temor a no volver a ser elegido. Cuando dentro de año y medio tengan lugar los comicios para la nueva Asamblea Nacional, dejará plumas la coalición entre el RPR gaulista y el UDF liberal. Podría incluso, caso de que el descontento siguiera aumentando, quedar en minoría. Cada vez se extiende más dentro de la mayoría del gobierno, el sentimiento de que debería haber algún tirón visible que pusiera en movimiento el carro desviado.

Es igualmente grande la desorientación. El antiguo Presidente Valéry Giscard d'Estaing, que ha sido el último en unir su voz a las de los que lanzan advertencias, recomienda desvincular al sólido franco del DM, así como una devaluación del diez por ciento. Como uno de los padres fundadores de la Europa monetaria, está en favor de la UE y de buena gana avanzaría encabezándola. También es partidario del euro, si bien habría preferido que adoptara la forma de "ecu". Giscard se inclina, sin embargo, por una Unión Monetaria en condiciones más soportables. Como el tipo de cambio del franco no se puede fijar por decreto en el Boletín Oficial del Estado, él no descende a la cuestión esencial de cómo debe instrumentarse una devaluación frente al DM. En los mercados nada parece aconsejarlo. Los excedentes del comercio exterior francés son mayores que nunca y el franco se ha consolidado con respecto al DM.

El antiguo Ministro del Interior Charles Pasqua va más allá. Se siente como en el año 1788 y prevé el inevitable derrumbamiento del régimen, porque el pie francés no entra en el zapato de Maastricht. Philippe Séguin, Presidente de la Asamblea Nacional, compañero de partido de Juppé, exige desde hace tiempo una "política distinta" de la que practica éste. Igual que Pasqua, se había mostrado partidario, antes del referéndum de Maastricht, del "no", pero volvió después a las filas de la mayoría. El representante del ala derecha del UDF Philippe de Villiers es el único que claramente pone de manifiesto lo que muchos piensan cuando liga sus deseos de que haya nuevas elecciones con la retórica de la "hegemonía alemana", a la que Francia no se puede someter.

Estos tonos resuenan como ecos de la izquierda. Para el antiguo Ministro de Defensa socialista Jean-Pierre Chevènement, que se mueve como disidente en el entorno de su primitivo partido, constituye un leitmotiv el que Francia no puede renunciar a los instrumentos de una política económica y social nacional. También se ha cargado de cautelas el PS, tan incondicionalmente europeo en el pasado. Hacía todavía un año que su dirigente Lionel Jospin se negaba a fijar por adelantado condiciones para la puesta en práctica de la Unión Monetaria. La nueva versión es que, "en el momento oportuno", se adoptará una decisión por lo que se refiere a las condiciones fijadas por el partido. Una Unión Monetaria franco-alemana reducida, sin la presencia de España y de Italia, no sería del gusto de los socialistas.

Un chiste apócrifo, proveniente de círculos de la cúpula, dice que los conductores del tandem se pusieron de acuerdo en 1989, a propósito de la reunificación alemana, en la fórmula de, para Kohl, toda Alemania, y

para Mitterrand, medio marco (en alemán, Mark significa, tanto la moneda marco, como territorio fronterizo). Se podía ser generoso, porque nadie preguntaba por el coste de la remodelación de Europa, tratándose, como en este caso, de un terreno históricamente tan movedido. Todavía nadie ha pronunciado palabras tan horrenas como la de "hegemonía". Entonces, como ahora, de lo que se trataba era de englobar en Europa a una República Federal que había crecido. Los alemanes debían aportar como regalo de tornaboda su bien máspreciado, el marco. El que siete años después muchos franceses vean en este presente un deseo encubierto de prepotencia es algo que nadie va a entender en Alemania.

## Miedo al euro

(Edit. de Andreas Oldag en *Süddeutsche Zeitung* del 20 de Noviembre)

"Todos hablan del euro. ¿Cuándo llega finalmente la moneda europea común?" pregunta al teléfono una halagadora voz masculina. Su interlocutora responde. Cariñosamente habla de criterios de convergencia y estabilidad de tipos de cambio. Quien marque la línea caliente para el euro 0180/5221999 podrá escuchar a ambos en su tierna charleta sobre la nueva moneda. El proyecto lo financia la República Federal. La cuestión es cómo recibirá el ciudadano esta clase telefónica particular. Los alemanes rechazan con pertinacia en las encuestas la Unión Monetaria Europea (UME). No quieren renunciar al marco.

Al mismo tiempo, el debate cada vez más enconado sobre la moneda única en el que se debaten los expertos ha intensificado la incertidumbre general. El antiguo Canciller y economista Helmut Schmidt culpa al Presidente del Banco Federal Alemán Hans Tietmayer de poner a la chita callando trabas al euro. Los "Cinco Sabios" dudan, en su informe de otoño, de que Alemania satisfaga en 1997 los criterios exigidos para la adhesión a la UME. Y en Munich el Presidente del gobierno bávaro Edmund Stoiber se ejercita en el cumplimiento porcentualmente exacto de estos criterios de convergencia.

¿Necesitamos o no necesitamos el euro? La discusión se ha convertido en la cuestión nacional decisiva. Aclararlo es tan difícil, porque, al sopesar los argumentos, puede no existir una respuesta positiva o negativa clara. Cierto que el euro será una ayuda para el Mercado Interior. Podrían ahorrarse costes de transacción por valor de 30.000 millones de DM al año en la conversión de las monedas nacionales. Para los exportadores de la UE desaparecerían los riesgos de cambio.

Sin embargo, sería una ilusión creer que sólo con el euro se conseguirían los puestos de trabajo que Europa necesita. Al contrario, la creciente presión de la concurrencia en el espacio monetario común seguramente acelerará la disminución de la cifra de empleos. Además, la economía no funciona como se dice en los manuales. Nadie puede predecir con exactitud las consecuencias del euro. Según el modo de proceder alemán característico, se intentará naturalmente de nuevo, comprimir el futuro en un modelo rígido. Hay que eliminar cualquier riesgo para la estabilidad de la nueva moneda.

El gobierno federal, con su pedante discusión sobre la convergencia, se ha colocado una trampa a sí mismo. Por un lado, está constantemente proclamando la necesidad de respetar los límites máximos del déficit. Esto constituye sobre todo una señal psicológica para los mercados financieros. Deben eliminarse todas las dudas acerca de que el euro pudiera nacer el 1 de Enero de 1999 como una moneda débil. Por otro lado, las lamentaciones sobre el cumplimiento puntual de los criterios de convergencia pasan por alto la realidad política. El Canciller Federal Helmut Kohl y el Presidente francés Jacques Chirac hace tiempo que se han puesto de acuerdo sobre una decisión en favor de la Unión Monetaria y tienen que explicar esto a un público escéptico. Aunque Alemania tenga el año que viene un déficit presupuestario del 3,2%, ó incluso del 3,3%, del Producto Interior Bruto, el euro probablemente vendrá. Porque para la estabilidad monetaria ello no sería necesariamente un desastre. Lo decisivo es que el Banco Central Europeo (BCE) tenga la misma autonomía que el Bundesbank y se oponga a cualquier presión para poner en movimiento la máquina de imprimir billetes.

El pacto de estabilidad propuesto por el gobierno federal es una especie de reaseguro de que los participantes en la UME mantendrán su disciplina presupuestaria incluso después de iniciarse la Unión. Sin embargo, también en este punto la discusión en torno a las sanciones a los infractores en materia presupuestaria puede llevarse hasta el extremo. Es irrelevante que un país tenga que depositar en el Banco Central Europeo un cuarto por ciento o un quinto por ciento de su PIB. Mayor importancia reviste, en cambio, el amplio automatismo de las sanciones. Un país no debería buscar pretextos, recurriendo a trucos contables, como hace Francia con el presupuesto de 1997 y la transferencia de pagos especiales de France Télécom.

Ahora bien, el que el proyecto del siglo, la Unión Monetaria, funcione realmente sólo lo podrá decir el riguroso veredicto de los mercados. El principal defecto de la moneda única es que los participantes en la Unión Monetaria carezcan de una política financiera común. En último término, ésta sólo podría convertirse en realidad en un estado federal europeo común. La Unión Monetaria vincula a países de niveles económicos de productividad muy diferentes. Es verdad que también en la República Federal existen grandes desequilibrios en materia de productividad y bienestar. Pero el fondo de compensación financiera de los "länder" es el encargado de impedir que las regiones ricas y pobres registren un total desmembramiento.

¿Qué hace el gobierno de un socio de la UME cuando la coyuntura se resquebraja y se hacen cada vez más largas las colas de los trabajadores en paro? Las antiguas recetas consistentes en poner en marcha, con créditos del estado, programas de empleo de miles de millones quedarían descartadas con el euro. Al gobierno apremiado por la crisis económica no le quedaría otra alternativa que dirigirse a Bruselas y mendigar subvenciones. Las cajas de promoción de la UE siempre han ido bien para practicar curas en las heriditas nacionales. En resumen, quien sea partidario de que el euro venga habrá de estar atento para que no le tenga que dar también a la manivela de las subvenciones europeas.

## El euro: elemento disgregador y factor aglutinante

(*Neue Zürcher Zeitung*, edit. del 1 de Diciembre)

El tic tac del reloj de la Unión Europea (UE) está ajustado a la hora del euro. En el Tratado de Maastricht se estableció que la Unión Monetaria entraría en vigor, con la unidad monetaria ahora denominada euro, lo más tarde el 1 de Enero de 1999. Se trata de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, un perfeccionamiento económico de la unificación del mundo de los estados europeos que ya preveía el Tratado de Roma de 1957 como objetivo de la Comunidad Económica originaria. La cuenta atrás se desarrolla en los ministerios de finanzas, en los bancos centrales y en la economía privada. Las posibilidades de que se detenga parecen reducidas; podría esta cuenta retrasarse y, con ello, aplazarse la introducción del euro. De todas maneras, lo que no está nada claro es el círculo de los países miembros de la UE que vayan a participar desde el primer momento.

No resulta asombrosa la multiplicidad de cuestiones abiertas, de carácter económico y técnico, político y psicológico, que se plantean a esta obra del siglo que es el nuevo instrumento de pago. Tampoco deberían dejarse de lado las objeciones —que han proliferado en los últimos tiempos— por un posible fracaso del proyecto o por las consecuencias negativas que se teme puedan darse. El debate sobre opiniones, temores y deseos debe tener lugar cara a la opinión pública y ser objetivo. El desagradable recuerdo de los preparativos de "Maastricht", con reminiscencias de los gabinetes del absolutismo, debería servir de advertencia y acicate para los actores. Dinamarca ha consagrado el Tratado constitucionalmente para la Unión Monetaria en un segundo referéndum, merced a una cláusula "opt-out". Sin embargo, los adversarios daneses de la Unión Monetaria vuelven a afilar sus cuchillos.

En otros estados, como son Austria, España o Italia, la cúpula política y económica quiere, por fin, imponer las desde hace tiempo necesarias reformas bajo la presión de la Unión y de las duras condiciones marco exigidas para el euro. Surgen al paso una y otra vez grietas, como en el caso de Francia, donde el antiguo Presidente de la República Giscard d'Estaing, que ya va para viejo, arremete súbitamente contra la política del "franco fuerte" ligado al DM iniciada por los socialistas. Nada menos que Giscard, que ya como Ministro de Finanzas había ayudado a consolidar la amistad franco-alemana y que en sus tiempos de Jefe de Estado había atado más de un paquete común con el Canciller Federal Schmidt

¿Constituye la moneda comunitaria un peligroso elemento disgregador para la Unión de Bruselas o se convertirá en el mejor factor aglutinante del Mercado Interior? Es más fácil la respuesta a la primera cuestión que a la segunda que conduce al campo de las predicciones económicas poco sólidas. en el actual estado de la política, desde la crisis de las vacas locas, nuevas y peligrosas bacterias se han incrustado entre los británicos y la mayor parte de la Unión. Ya el año próximo ésta se va a escindir en dos grupos, por mitades aproximadamente, a causa del calendario del euro. El primer grupo es el de los "turbos del euro" y está capitaneado por el Canciller Federal Kohl. Alemania y Francia, Luxemburgo y los Países Bajos, pero también Bélgica e Irlanda, Finlandia y Austria consideran como un com-

promiso la cuenta atrás hasta 1999 y las rigurosas condiciones económicas. Los gobiernos concentran en ello su voluntad política sin preocuparse demasiado por lo que piense la población.

El segundo grupo está constituido por los estados que, al menos durante algún tiempo, desean mantener sus antiguos medios de pago nacionales. Están liderados por Gran Bretaña y Dinamarca, que en el Tratado de Maastricht se habían distanciado formalmente de la Unión Monetaria. A ellos se unen Italia, España, Portugal, Suecia y Grecia cuyas clases políticas dirigentes son mayoritariamente partidarias de la nueva moneda, pero que no cumplen los criterios de adhesión o lo hacen sólo con trucos presupuestarios extraordinariamente ingeniosos. Surge así inevitablemente una Unión de segunda clase. El euro sirve de profundización al grupo del núcleo, pero a los escépticos los distancia todavía más de la Comunidad. Y los países candidatos del Este centroeuropeo, de cuya incorporación hace tiempo es partidaria la UE, deben incluirse, por el momento, en el segundo grupo, porque para los que están fuera el euro es un obstáculo adicional.

Casi todo el mundo parte del hecho de que Gran Bretaña no estará en absoluto en el grupo de cabeza que, con un Banco Central común en Frankfurt, practicará una política monetaria única. La política de Londres ha estado siempre orientada también hacia los intereses globales y ello no sólo porque algunos británicos sean euroescépticos. Whitehall ha intentado influir en la marcha del mundo antes de que la noción de "globalización" tuviera que estar presente en todos los discursos. De todas formas, no se ha digerido la pérdida del Imperio, ni de la influencia mundial. Con ello se explica, en parte, la obstinación inglesa en la UE. El diagnóstico de Londres, de exceso de reglamentación en algunas operaciones de la Unión, es objetivamente acertado. Pero la llamada a la descentralización encuentra poco eco entre los demás miembros, porque proviene del Reino que tan extremadamente centralizado fue bajo la Primera Ministra Thatcher.

La insularidad helvética ha sido esta semana un motivo para anunciar que el mayor banco suizo iba a trasladar su sede europea a Londres; cuya "City" no tiene temores de contracto frente al euro, ya lo introduce Gran Bretaña o siga ella vinculada al área de la libra. Según su propia apreciación, la plaza financiera de Londres sigue siendo globalmente importante —tengan o no— influencia en Bruselas las ideas inglesas. También esto deberían tenerlo en cuenta los euroescépticos de todos los países.

La ola de consultas sobre la Constitución de Gran Bretaña y su posición en la UE que, en el caso de una victoria electoral laborista, se cierne sobre el país podría dar lugar a una actitud clara y democráticamente legitimada frente a Europa. Los euroescépticos duros y los eurorealistas, moderados y de visión más amplia, serían comprensibles como grupos. Los antieuropeos son un puñado de políticos del campo "tory" y del campo laborista mal informados o un par de hombres de negocios, como el supermillonario Goldsmith, que, en último término, quiere cancelar con un referéndum la pertenencia a la Unión. Los británicos son demasiado pragmáticos no para no haber aprendido a apreciar las ventajas económicas del Mercado Interior. Un referéndum sobre el euro, que han prometido los conservadores, y —en su gran celo imitador antes de las elecciones— ahora también los laboristas, purificaría el ambiente.

No se puede predecir si en una campaña en favor del euro aflorarían los temores ante un paso hacia lo desconocido y el orgullo herido por la "pérdida" del antiguo medio de pago internacional que era la libra esterlina. Sin embargo, un disgusto comparable puede encontrarse en otros lugares. ¿Por qué tienen los alemanes que renunciar a su "buen marco", en beneficio del euro? Esto se lo tiene que explicar todavía con mayor detalle su Canciller. Frases de Kohl, como la de esta semana en el parlamento—"necesitamos el "euro" ahora, no algún día"— carecen de fuerza persuasiva. Kohl no es partidario de las consultas populares. Las peticiones para que las haya proliferen en otras latitudes. También el político de la oposición austríaca, Haider, reclama un referéndum sobre la Unión Monetaria.

Los rigurosos criterios de Maastricht sobre límites en los déficit presupuestarios en el endeudamiento y en la inflación, antes de poder acceder a la UME, más bien atizan entre la población miedos cara al futuro y preocupación ante la posible pérdida de puestos de trabajo. Tampoco es fácil que despierten confianza las referencias a la dimensión histórica de una Unión Monetaria Europea. El sistema monetario de los antiguos romanos no era tan complejo como los mercados financieros de nuestros días. En latín el dinero era el "nervus rerum", el nervio de las cosas, que pone todo en movimiento. Sin embargo, pensar y vivir en las categorías del dinero ha dejado de ser un tema central para muchas personas.

A la cuestión de si el euro es una bacteria disgregadora o un factor aglutinante se puede responder con facilidad. Con toda seguridad es las dos cosas. La culminación del Mercado Interior europeo y la creación de la Unión Monetaria refuerzan la unidad política y a la inversa—si es que antes la bacteria no ha devorado al aglutinante—.

### Coqueteando con el franco débil

(Frankfurter Allgemeine Zeitung, edit. de Gerald Braunberger del 2 de Diciembre)

Como todos los años, figura en Francia en la cartelera el debate sobre la utilidad de un tipo de cambio fijo entre el DM y el franco, así como sobre las relaciones monetarias con respecto al dólar. La representación de este año atrae bastante la atención, porque la crítica no se limita solamente a las manifestaciones de algunos adversarios dispersos de Maastricht. La exigencia de que se imprima una orientación nueva a la política de tipos de cambio la patrocinan el antiguo Jefe de Estado Valéry Giscard d'Estaing, así como dos miembros del Consejo del Banco de Francia.

El fragor verbal tan habitual para lo que se estila en este país—el tradicional antiamericanismo de los gaulistas, así como el latente temor a la hegemonía alemana en Europa— no debería desviar la atención con respecto al contenido económico de la discusión, sobre el que con mayor claridad ha llamado la atención Jean-Pierre Gérard, de la Dirección del banco de Francia. Plantea éste la cuestión de si Francia, como resultado de una gama específica de productos, no necesita una política de tipos de cambio frente al dólar distinta de la que practica Alemania.

Con ello menciona Gérard un punto totalmente ausente de la discusión que ha venido teniendo lugar sobre los criterios de convergencia puramente monetarios de Maastricht. ¿No habría que preguntarse, al margen del altercado en torno a las cuotas de endeudamiento y al pacto de estabilidad, qué tensiones podrían derivarse de una Unión Monetaria entre países con estructuras productivas, instituciones y modelos de comportamiento en materia de política económica diferentes? ¿Qué nos queda de la supuesta función pacificadora del dinero comunitario si, como consecuencia de una devaluación del dólar frente al euro, un país con estructuras económicas y políticas rígidas, como es Francia, queda sumido en dificultades de adaptación y pide contramedidas proteccionistas, mientras que los socios con sistemas productivos más flexibles se ven menos afectados con un dólar más débil y quieren seguir fieles al librecambio?

La verdadera discusión gira, en Francia en el campo de la política económica, sólo de manera superficial en torno a las paridades monetarias, más bien lo hace alrededor de la cuestión de cómo ha de reaccionar el país frente al desafío de la globalización económica y al proceso de integración europea. Un representante cualificado del mundo financiero parisino predice que si se asumieran las condiciones laborales americanas la tasa de paro disminuiría en Francia del 12% al 4%—ello sin manipulaciones de los tipos de cambio—. Pero no hay que contar con esto. Lo que en su lugar piensan muchos franceses lo expresa un conocido intelectual con la frase de que él prefiere estar parado en Francia que empleado, con un salario bajo, en América.

La intención de los defensores del franco fuerte es superar una aspiración tan anacrónica. Esta política ve en un sistema monetario estable el requisito indispensable para la quiebra de las anquilosadas estructuras política y económicas, la flexibilización de los mercados, la disminución de la presión impositiva y del endeudamiento nuevo, la privatización de las empresas estatales, así como la apertura al mundo, con todas sus oportunidades y riesgos—en síntesis, para todo aquello que intenta llevar adelante el gobierno Juppé contra la oposición no sólo de la izquierda, sino también de partes de la mayoría parlamentaria conservadora—.

En cambio, no muchos partidarios de la devaluación piensan en otra cosa muy distinta. No desean ninguna adaptación de Francia al resto del mundo y sueñan con poder seguir representando el cuidado papel de arrogantes "outsiders". Esperan, con manipulaciones monetarias y medidas proteccionistas, poder salvar tradicionales privilegios sociales, aplazar la reforma de estructuras y, con ello, conservar para Francia el margen preciso para una política nacional. En su empeño atizan los temores a una "Europa alemana", pretenden sustituir el "ultraliberalismo ingenuo" por el proteccionismo y siembran preocupación por la presunta omnipotencia de los mercados financieros dominados por los anglosajones. Son destacados representantes de esta tendencia el premio Nobel Maurice Allais, así como el excéntrico supermillonario Sir James Goldsmith.

Estos llamamientos al alma francesa profunda puede que sean bien recibidos por una parte de la población atemorizada por la elevada tasa de desempleo. Pero la lógica económica está de parte de los partidarios del franco fuerte. Tampoco la argumentación de Gérard en favor de una política monetaria más blanda convence del todo. Francia—dice Gérard— necesita un

dólar más fuerte que Alemania, porque en ámbitos como la cultura o la defensa se encuentra en una competencia especialmente dura con los americanos. Justamente estos sectores económicos puede que sean importantes para la idea de prestigio y la aspiración a ser potencia mundial de Francia, pero su peso en las estadísticas de exportación es tradicionalmente reducido. Sin embargo, no se puede hacer responsable de ello a la política monetaria. Los franceses preocupados por la cultura posiblemente lamentarán un fallo en la evolución de la civilización si comprueban que en muchos cuartos de niños de este mundo es más conocido Donald Duck que Obelix. Pero nadie querrá sostener seriamente que este estado de cosas se pueda modificar mediante una rebaja resuelta de tipos de interés por parte de Francia. También la industria francesa de la defensa, sobredimensionada y anquilosada

en estructuras obsoletas, necesita una reordenación más que una subvención de carácter monetario.

La decisión acerca del camino que ha de seguir Francia se encuentra, en definitiva, en manos del Presidente de la República. Parece poco probable que Jacques Chirac abandone, antes de que se culmine la Unión Monetaria, un apolítica del franco estable que ha durado años, aunque el Presidente pueda para sus adentros compartir algunas ideas de los partidarios de la devaluación. La Historia demuestra que en la política europea Francia tiende ocasionalmente a actitudes que vienen de muy lejos. Pero en la política monetaria no se busca la confrontación con los alemanes. En cualquier caso, Chirac podría no tener interés alguno en figurar en el libro de la Historia de Francia como un personaje que ha hecho imposible la Unión Monetaria.

## DIEZ PREGUNTAS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DEL CONSUMO FAMILIAR EN ESPAÑA

*Victorio Valle*

El papel fundamental que el crecimiento económico interpreta, tanto para la generación de empleo tan necesario en la sociedad española, como para contribuir al cumplimiento, con cierta holgura de los criterios de convergencia nominal, hacen que analistas y seguidores de la coyuntura económica española indaguen sobre los elementos impulsores del crecimiento a partir de los datos disponibles. En general, existe una opinión ampliamente compartida, según la cual la inversión interna y las exportaciones están teniendo un excelente comportamiento en la segunda mitad de 1996 constituyendo un firme estímulo de la demanda global. Sin embargo, el consumo –público y privado– sigue sin levantar el esperado vuelo de forma más tonificante para la maquinaria productiva del país. En el caso de la contención del consumo público la valoración es positiva; en definitiva ello forma parte de la línea de contención del gasto público y reducción del déficit, tantas veces demandada por los economistas, dentro y fuera de nuestro país. El consumo privado es el que ofrece un mayor frente de preocupación y esta circunstancia invita a plantearse algunas cuestiones clave sobre su evolución y comportamiento.

### 1. ¿Por qué preocuparse del consumo privado?

Toda variable económica es importante para explicar la realidad y, eventualmente, para predecir condicionadamente el curso de la actividad económica. Hay, sin duda, variables cuyo interés radica en su papel estratégico –como las inversiones– para explicar el crecimiento futuro de la economía. En el caso del *consumo privado* su interés estriba en su gran dimensión relativa, lo que otorga a sus movimientos una extraordinaria importancia.

Como media, en España, el consumo privado

representa un 62 por cien del PIB y entre un 78–79 por cien de la Renta Bruta Disponible de las familias. Como término de referencia digamos que el consumo público representa el 17 por cien del PIB y que la Formación Bruta de Capital, tiene una importancia relativa en torno al 21 por cien del PIB.

En términos relativos respecto al PIB, el valor del consumo privado se sitúa en España, en una proporción parecida a la media de la Unión Europea. En 1995, según datos de la OCDE, la media europea era del 61,8 por cien del PIB a precios de mercado, frente a un 62,1 por cien de la misma magnitud en el caso de España.

### 2. ¿Es muy voluble el consumo privado en su evolución?

Los datos de consumo privado que proporciona la Contabilidad Nacional, muestran que, salvo circunstancias excepcionales, esta variable, en términos relativos respecto a cualquier magnitud expresiva de la actividad económica global (PIB, Renta Nacional, Renta Disponible) es muy *estable*.

Desde un punto de vista conceptual la estabilidad de la "función de consumo privado" en la que esta variable se hace depender de la Renta Disponible Familiar, fue una de las proposiciones básicas de J.M. Keynes en su Teoría General de la ocupación el Interés y el Dinero, que tanta influencia ha tenido en el pensamiento económico moderno.

### 3. ¿Existe alguna tendencia a largo plazo en el consumo privado?

La tendencia prácticamente universal es hacia

CUADRO NÚM. 1  
CONSUMO PRIVADO  
(Porcentaje del PIB)

PERIODO	ESPAÑA	UNIÓN EUROPEA (15)
1961-1970.....	67,4	61,0
1971-1980.....	65,0	60,1
1981-1990.....	63,9	61,1
1994.....	62,9	61,4
1995.....	62,1	61,8
1996.....	61,5	62,0

Nota: Estimación OCDE.

una reducción de la tasa de consumo privado respecto al PIB, reflejando con ello el hecho esperable de que conforme la producción y la renta de un país —su nivel de desarrollo económico— aumenta, se dedican proporcionalmente menos recursos al consumo, dejando así un hueco ligeramente creciente para el ahorro personal. El cuadro núm. 1 ofrece con base en las estadísticas y estimaciones de la OCDE alguna evidencia empírica sobre este fenómeno.

Los datos muestran para España una suave tendencia decreciente en las tres últimas décadas que marca una línea de clara convergencia hacia los valores europeos.

#### 4. ¿Cuál está siendo la evolución del consumo privado en 1996?

Los datos finales de cualquier magnitud macroeconómica sólo se conocen cuando se dispone de las cifras anuales de la Contabilidad Nacional de España que elabora el INE conforme al modelo SEC seguido en todos los países de la Unión Europea.

En los períodos intermedios, aunque sea en una fecha tan avanzada como diciembre de 1996, sólo podemos realizar estimaciones basadas en los indicadores parciales existentes.

El cuadro núm. 2 recoge una selección de los indicadores habituales de consumo privado con expresión de su evolución reciente(2). Las cifras apuntan, con escasas excepciones, hacia una ligera mejora del consumo privado en la segunda mitad del año. La mejora en la ocupación y en las rentas salariales parecen estar induciendo un crecimiento moderado del consumo en la última parte de 1996. Tratando de dar coherencia a las estimaciones realizadas mediante un cuadro macroeconómico, la Fundación FIES sitúa el crecimiento final del consumo privado para el conjunto de 1996, entre el 1,8 y el 2 por cien, algo por debajo del 2,2-2,3 previsto de crecimiento del PIB en términos reales.

#### 5. ¿Cuál debe ser la evolución conveniente del consumo privado?

Ese crecimiento estimado del consumo, entre 1,8 y 2 por cien para 1996, plantea el problema de su adecuado enjuiciamiento. Para algunos analistas ese crecimiento es escaso y continúan apostando hacia un "despegue" del consumo que, en su opinión, no termina de producirse mientras que, para otros, es un crecimiento suficiente sin que quepa esperar por ahora modificaciones sustanciales en el patrón de comportamiento de los consumidores españoles. Dilucidar esta cuestión no es fácil, pero tal vez algunas reflexiones puedan aportar cierta claridad al tema, recordando que ahora nos movemos más en el mundo del "debe ser", de lo que cabría considerar como deseable, que en el terreno del "ser" es decir de la pura explicación de la realidad.

El punto central que, en mi opinión hay que tener en cuenta al valorar la evolución conveniente del consumo es la *dualidad* que esta evolución presenta. Por una parte el consumo es el componente más importante, cuantitativamente hablando, de la demanda nacional y, por ello, si su evolución presenta un ritmo decaído o una clara atonía, la situación es preocupante —salvo que esté compensada por la marcha más pujante de otros componentes de la demanda— porque podría ser origen de un ritmo de crecimiento económico excesivamente lento con sus consiguientes efectos negativos sobre el empleo y dañar el imprescindible avance de nuestra convergencia con Europa.

En este sentido, el crecimiento estimado para el consumo privado en 1996, representa aproximadamente entre el 82% y el 87% del crecimiento real estimado del PIB. Recordemos que en el período 1986-1990 —en fase de alza cíclica— el crecimiento real del consumo privado representó como promedio el 104% de la tasa media de crecimiento del PIB a precios de mercado. Desde la perspectiva de la demanda parece existir por tanto aún margen para un mayor crecimiento del consumo, sin correr el riesgo de que el desarrollo económico repose excesivamente en el consumo y, menos de lo conveniente, en los componentes más nobles de la demanda efectiva como son la formación de capital y las exportaciones.

Pero, por otra parte —de ahí la dualidad— el consumo es el sustraendo de la renta familiar disponible a la hora de determinar el ahorro.

Una economía como la española cuyo PIB por habitante se sitúa aún en torno al 76 por cien de la media de los países de la Unión Europea, no puede descuidar su tasa de crecimiento, por tanto su formación bruta de capital y, necesariamente la evolu-

CUADRO NÚM. 2  
EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO EN ESPAÑA

		PORCENTAJE VARIACIÓN MISMO TRIMESTRE AÑO ANTERIOR
<b>1. Consumo privado (CNT)</b>		
III Trimestre 95.....		1,5
IV Trimestre 95.....		1,5
I Trimestre 96.....		1,7
II Trimestre 96.....		1,9
<b>2. Producción de bienes de consumo (INE)</b>		
	<u>ÍNDICE ORIGINAL</u>	
III Trimestre 95.....	92,5	-0,5
IV Trimestre 95.....	105,0	-2,4
I Trimestre 96.....	101,5	-4,9
II Trimestre 96.....	103,9	-2,4
Agosto.....	65,4	-0,9
<b>3. Importación de bienes de consumo (DGPC)</b>		
	<u>ÍNDICE</u>	
IV Trimestre 95.....	110,6	1,4
I Trimestre 96.....	112,4	1,6
II Trimestre 96.....	118,0	9,9
III Trimestre 96.....	119,2	9,0
Septiembre.....	119,9	8,1
<b>4. Cartera de pedidos de bienes de consumo (MIE)</b>		
	<u>SALDO NETO EN PORCENTAJE</u>	
IV Trimestre 95.....	-18,0	
I Trimestre 96.....	-26,0	
II Trimestre 96.....	-20,0	
III Trimestre 96.....	-14,0	
Septiembre.....	-9,0	
<b>5. Utilización de la capacidad productiva bienes de consumo (MIE)</b>		
	<u>PORCENTAJE</u>	
IV Trimestre 95.....	77,6	
I Trimestre 96.....	76,1	
II Trimestre 96.....	77,1	
III Trimestre 96.....	77,6	
<b>6. Disponibilidad de bienes de consumo (DGPC)</b>		
III Trimestre 95.....	-0,3	
IV Trimestre 95.....	-2,5	
I Trimestre 96.....	-2,9	
II Trimestre 96.....	-2,5	
Agosto.....	-1,0	
<b>7. Encuesta de coyuntura de comercio al por menor índice de ventas (INE)</b>		
	<u>ÍNDICE GENERAL</u>	
ENERO.....	108,7	3,9
FEBRERO.....	91,9	7,5
MARZO.....	98,9	0,5
ABRIL.....	98,2	2,9
MAYO.....	102,0	0,5
JUNIO.....	102,7	-0,5
JULIO.....	111,5	2,2
<b>8. Matriculación de automóviles (DGPC)</b>		
	<u>MEDIA MENSUAL</u>	
IV Trimestre 96.....	69.465,0	-11,2
I Trimestre 96.....	79.200,0	9,4
II Trimestre 96.....	83.578,0	-4,3
III Trimestre 96.....	74.738,0	22,8
<b>9. Consumo de gasolina (DGPC)</b>		
III Trimestre 95.....		-1,6
IV Trimestre 95.....		-3,1
I Trimestre 96.....		-0,8
II Trimestre 96.....		-3,3
Agosto.....		-6,3
<b>10. Indicador de confianza del consumidor (EUROSTAT)</b>		
	<u>SALDO DE OPINIONES NETAS</u>	
IV Trimestre 95.....	-19,0	
I Trimestre 96.....	-14,0	
II Trimestre 96.....	-14,0	

(Continúa)

CUADRO NÚM. 2

(Continuación)

## EVOLUCIÓN DE LOS INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO EN ESPAÑA

III Trimestre 96.....	-16,0	
Octubre.....	-14,0	
<b>11. Población ocupada (EPA)</b>	<b>OCUPADOS MILES</b>	
IV Trimestre 95.....	12.155,4	3,17
I Trimestre 96.....	12.242,0	2,64
II Trimestre 96.....	12.325,4	2,61
III Trimestre 96.....	12.524,5	3,74
<b>12. Coste laboral unitario (FIES)</b>		
I Trimestre.....		3,6
II Trimestre.....		4,1
III Trimestre.....		4,3

CUADRO NÚM. 3

## CONVERGENCIA DE ESPAÑA CON LA UNIÓN EUROPEA

AÑOS(1)	CRECIMIENTO DIFERENCIAL DE ESPAÑA(2)	INCREMENTO TASA DE AHORRO(3)
10.....	2,69	6,9
15.....	1,78	4,6
20.....	1,34	3,4
25.....	1,07	2,8
30.....	0,89	2,3

Notas:

(1) Refleja el número de años necesario para el logro de la convergencia real. Se parte de un valor de 76,7 en 1996, referido al valor relativo del PIBpc de la economía española con respecto a la media comunitaria.

(2) Refleja los puntos porcentuales de diferencia en el crecimiento del PIB español con respecto al crecimiento promedio de los países de la Unión Europea.

(3) Corresponde al valor estimado del incremento necesario de la participación de la formación bruta de capital en el PIB para garantizar el crecimiento diferencial que ofrece la columna (1).

ción del ahorro interno como fuente de financiación no inflacionista de la inversión productiva. Desde esta segunda perspectiva, los trabajos realizados en la Fundación FIES de CECA(1) muestran, bajo ciertos supuestos razonables, las exigencias de aumento de la tasa de ahorro nacional para cerrar la brecha que nos separa de la media europea. El cuadro núm. 3 recoge los datos más significativos.

Si nos situamos en una alternativa aceptable, como puede ser la de cerrar el diferencial con la media de la Unión Europea en 15 años, los datos del cuadro núm. 3, señalan la necesidad de incrementar la tasa de ahorro nacional en torno a 4,6 puntos de PIB.

Ciertamente la primera exigencia sería trocar el desahorro público de 1996 —que se estima en torno a 1,5 puntos del PIB— en valores positivos como venía siendo su tradición desde 1987 a 1993. Ello comportaría trasladar al sector público mediante una política, por muchos motivos deseable, de contención del gasto público corriente, la obligación de aportar en torno a 3 puntos de los 4,6 de aumento de la tasa de ahorro necesaria. Pero, teniendo en cuenta que el elevado nivel actual del ahorro empre-

sarial no parece permitir incrementos sustanciales en el futuro inmediato, quiere decirse que las familias deben aumentar su tasa de ahorro en torno a 1,6 puntos de PIB. Un esfuerzo que la fiscalidad haría muy bien en estimular reduciendo los altos tipos marginales de la imposición sobre la renta pero que, en todo caso, apunta a la necesidad de limitar el crecimiento del consumo familiar en los años futuros a tasas no superiores al 2,5%–2,7% en términos reales.

En suma, ambos argumentos —no dejar caer la demanda y permitir el necesario aumento del ahorro— sitúan la tasa de crecimiento deseable del consumo privado en torno al 2,5 por cien anual, dentro de las limitaciones de este tipo de análisis, lo que destaca que el crecimiento actual de dicha magnitud, es ciertamente menor del que se correspondería a las necesidades actuales de la economía.

## 6. ¿Qué tipos de factores influyen sobre el comportamiento del consumo?

Los factores que determinan el comportamiento del consumo familiar son muchos y variados. En primer lugar, cabe distinguir los factores económicos y los no directamente relacionados con variables económicas. En el primer grupo, hay que destacar sobre todo la renta familiar en alguna de sus variantes y los elementos que forman parte de la misma en sentido positivo o negativo (salarios, intereses, dividendos, impuestos, transferencias, etc.). Pero existen otros factores tales como las propias expectativas de empleo y salarios, los cambios en la distribución de la renta, los efectos indirectos —a través de ganancias y pérdidas de capital— de los cambios en el tipo de interés, la valoración del patrimonio, las facilidades crediticias y el nivel de inflación, entre otros, que tienen efectos más o menos intensos sobre el consumo privado.

Ciertos factores, como los que miden el Índice de Confianza, el Índice de Sentimiento del Consumi-

dor y otros indicadores de este tipo, reflejan el efecto de la situación de confianza y seguridad de las familias sobre sus gastos de consumo.

### 7. ¿Se pueden separar los efectos de esas dos clases de factores?

Una separación precisa y fiable sólo puede hacerse con la ayuda de un modelo econométrico bien especificado y contrastado que permita calibrar la influencia de cada uno de esos factores sobre el consumo privado.

Una vía aproximada, que aquí se propone, es partir de la relación por cociente entre el consumo y un concepto de renta familiar compuesto por la Renta Disponible Familiar Neta antes de la deducción de impuestos familiares y cuotas sociales a cargo de las familias. La razón de esa elección es que, como muestra el cuadro núm. 4, la proporción que el consumo familiar representa respecto a ella es, en general, y particularmente, en el periodo 1991-1996 muy estable.

De esta forma la relación por cociente entre el consumo y el PIB se puede descomponer en el producto de dos *ratios*:

$$\frac{\text{Consumo}}{\text{PIB}} = \frac{\text{Consumo}}{\text{RFN}} \times \frac{\text{RFN}}{\text{PIB}}$$

Donde RFN es esa renta familiar neta antes de impuestos y cuotas sociales que ya se ha comenta-

do. Esa separación permite distinguir aproximadamente entre variaciones de la relación entre consumo y PIB debidas a aumentos o disminuciones de la proporción que la Renta Familiar Neta representa del PIB, y variaciones en el patrón de comportamiento del consumo respecto a la RFN que ponen de manifiesto cambios más profundos en la pauta de consumo habitual de las familias, algo que sucede sólo muy esporádicamente.

Así, en los datos que recoge el cuadro núm. 4, cabe ver que entre 1991 y 1992 se produjo un aumento de la relación del consumo respecto al PIB de 0,82 puntos; la relación del consumo respecto a la renta familiar no se alteró prácticamente (aumentó 0,08 puntos) mostrando la ausencia de cambios profundos en el comportamiento del consumo, por tanto el aumento de la relación C/PIB se explica en su práctica integridad por la variación que la renta familiar experimentó en ese año.

Por el contrario en 1993 el consumo aumentó en 0,1 puntos de PIB respecto al año anterior, es decir, se mantuvo estable en términos proporcionales pese a que la renta familiar neta aumentó en 2,13 puntos. La razón fue la caída en más de punto y medio de la *ratio* entre el consumo y la renta familiar mostrando una alteración en el patrón de consumo de las familias en 1993, año de recesión intensa de la economía, que transmitió a las familias un lógico sentimiento de desconfianza y temor ante el futuro. En 1993, con independencia de esos factores asociados a la desconfianza de los sujetos, jugó también otro aspecto importante relativo a la estructura de la renta. En ese año, una parte, sin duda desta-

CUADRO NÚM. 4  
COMPOSICIÓN, ORIGEN Y DESTINO DE LA RENTA FAMILIAR NETA ANTES DE IMPUESTOS Y CUOTAS SOCIALES

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>I. Renta Familiar Neta (% PIB)(1)</b> .....	<b>88,57</b>	<b>89,39</b>	<b>91,52</b>	<b>89,41</b>	<b>88,61</b>	<b>87,98</b>
Consumo .....	62,39	63,04	63,14	62,92	62,09	61,60
Ahorro (2).....	4,40	3,30	5,43	4,05	4,91	4,76
Impuestos directos sobre familias .....	9,04	9,73	9,43	9,11	9,01	8,91
Cotizaciones sociales efectivas .....	12,74	13,32	13,52	13,33	12,60	12,71
<b>II. Composición RFN = 100</b> .....	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Consumo .....	70,44	70,52	68,99	70,37	70,07	70,02
Ahorro .....	4,97	3,69	5,93	4,53	5,54	5,41
Impuestos directos sobre familias .....	10,21	10,89	10,31	10,19	10,17	10,13
Cotizaciones sociales efectivas .....	14,38	14,90	14,77	14,91	14,22	14,44
<b>III. Origen renta familiar neta (% PIB)</b> .....	<b>88,57</b>	<b>89,39</b>	<b>91,52</b>	<b>89,41</b>	<b>88,61</b>	<b>87,98</b>
Sueldos y salarios.....	47,01	46,20	45,81	44,10	43,80	43,73
Rentas de capital (3).....	2,61	3,27	3,63	3,44	4,07	3,57
Rentas mixtas (4).....	22,25	22,28	23,26	23,90	23,26	23,00
Prestaciones sociales.....	16,32	17,31	18,56	17,63	16,78	17,05
Transferencias (netas).....	0,38	0,33	0,26	0,34	0,70	0,63

Notas:

(1) RFN = RFDN antes de impuestos y cotizaciones sociales.

(2) Ahorro neto = Ahorro familiar bruto, menos consumo de capital fijo, menos variación de reservas matemáticas de jubilación.

(3) Excluye indemnización de seguros de accidentes.

(4) Excluye el consumo de capital fijo.

Fuentes: Cuentas Financieras de la economía española y elaboración propia. 1996 estimación de la Fundación FIES.

cada, de la renta disponible provino de indemnizaciones por despido, en los reajustes de plantillas realizados por los empresarios, y de subvenciones procedentes de la PAC. Es obvio que el comportamiento de los consumidores no es el mismo ante estos componentes de la renta familiar que ante componentes más permanentes. Es de esperar una mayor contención del consumo, ante recursos que se perciben por una sola vez, generando en términos relativos un aumento del ahorro por esta misma razón.

Este procedimiento pese a su tosquedad analítica permite explicar el carácter dual de la caída de la tasa de consumo familiar respecto al PIB en 1995: hubo tanto caída de la renta familiar, como alteración hacia la baja de la pauta de comportamiento del consumo familiar.

### **8. ¿Qué tendencia muestra en los últimos años la renta familiar antes de impuestos y cuotas sociales?**

En la discusión sobre la evolución de la tasa de consumo privado en España, el esfuerzo de los analistas se dirige más a buscar razones de un cambio en la actitud consumista de los españoles, olvidando a veces que desde 1993 la relación entre la renta familiar —antes de impuestos— y el PIB ha ido continuamente decreciendo.

En 1994 cayeron, en términos relativos, tanto las rentas salariales, como las de capital y las prestaciones sociales. En 1995 cayeron también las rentas salariales, las rentas mixtas y las prestaciones sociales. Y, en 1996 parece que habrá reducciones relativas en las rentas de capital, en las rentas mixtas, en las prestaciones sociales y en las transferencias.

Reducciones relativas explicativas de que, en estos últimos tres años el consumo haya crecido menos que el PIB en términos reales.

### **9. El menor crecimiento del consumo familiar ¿se ha venido materializando en un aumento de la tasa de ahorro?**

Cuando la magnitud de referencia es la Renta Familiar Disponible —que sólo tiene dos opciones posibles de uso, el consumo o el ahorro— es obvio que los aumentos de consumo implican necesariamente reducciones de la tasa de ahorro y viceversa.

Si las comparaciones se establecen en proporción al PIB a los precios de mercado, el cuadro núm. 4 permite apreciar que pueden darse opciones muy

diversas. Así en 1995 disminuyó la tasa de consumo y aumentó la de ahorro respecto a 1994. En 1992 se elevó la tasa de consumo y disminuyó la de ahorro. Sin embargo, en 1993 —en que el PIB se redujo en términos reales— aumentaron tanto la tasa de consumo como la de ahorro, ante el mantenimiento de la Renta Familiar Disponible, como consecuencia de los estabilizados automáticos.

La ventaja de utilizar la Renta Familiar antes de impuestos como base es que tiene la virtud de mostrar con toda claridad que las involuciones de la tasa de ahorro dependen más de las variaciones de los impuestos familiares y cuotas sociales que del comportamiento del consumo que muestra una clara estabilidad.

Así en 1995, aunque el aumento de más de un punto en la tasa de ahorro (sobre renta familiar antes de impuestos) se debe en alguna medida a la reducción del consumo (en 0,3) su raíz fundamental se encuentra en la caída (en 0,7 puntos) de la tasa de cotización social efectiva y, en menos medida, de los impuestos.

### **10. ¿Qué perspectivas presenta la evolución del consumo en los meses próximos?**

La argumentación antes expuesta permite deducir que en 1996, el bajo pulso del consumo no es consecuencia de que los españoles, por motivos de inseguridad, hayan decidido consumir en menor proporción —y ahorrar en mayor medida— su renta. De hecho, en términos de PIB ambas tasas presentan —en las estimaciones realizadas— una traza ligeramente descendente.

La razón última de la atonía del consumo en 1996 es la disminución relativa de la renta familiar antes de impuestos (0,63 puntos de PIB). Una caída que, como el cuadro núm. 4 pone de manifiesto, tiene su origen en la reducción de las rentas de capital (0,5) en la ligera moderación de las rentas salariales, especialmente en la primera parte del año (0,07), la caída de las rentas mixtas (0,26) y las menores transferencias (0,07) que no se han visto compensadas por el aumento de las prestaciones sociales (0,27).

De cara al futuro, por tanto no me parece que puedan esperarse desplazamientos significativos en la propensión al consumo. Sí cabe esperar que el aumento futuro de las rentas familiares en 1997, conduzca en forma natural a un aumento de la magnitud del consumo y de su tasa respecto al PIB.

\* \* \*

Como se ve el análisis del consumo no es algo trivial. Por el contrario requiere adentrarse en las complejas variables que influyen y determinan su comportamiento. Mi esperanza es que las páginas anteriores hayan servido como pauta de razonamiento para quienes están interesados en el estudio de esta variable.

Dos últimas recomendaciones para gobernantes.

— Si se quiere estimular el consumo familiar, conviene ser conscientes de que no existen graves factores de inseguridad y desconfianza que estén reteniendo su ascenso. La receta es: procúrese que el PIB y las rentas familiares crezcan a la mayor tasa real compatible con la estabilidad, el consumo irá animándose.

— Si también se quiere aumentar el ahorro, no existe incompatibilidad. Aún no se ha llegado al

punto en que el aumento del ahorro haya de ir necesariamente en detrimento del consumo. Receta: redúzcase el desahorro público —por la vía de la contención de los gastos corrientes— y racionalícese la fiscalidad familiar limando los tipos marginales.

#### NOTAS

(1) Agradezco al profesor José Luis Raymond su ayuda en este punto.

(2) A ese conjunto de indicadores hay que añadir el Índice del Sentimiento del Consumidor que se elabora por la Fundación FIES de CECA y cuyos resultados de la última auscultación de noviembre de 1996 aparece en otro artículo de este número de *Cuadernos*.

## DICIEMBRE 1996: LENTO AVANCE DE LA CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES

*Francisco Alvira Martín y José García López*

### INTRODUCCIÓN

Desde el año 1993, el Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) ha mostrado un comportamiento positivo, con un notable aumento en el año 1994 respecto al anterior ejercicio. Los valores medios anuales del ISC han mantenido esa tendencia positiva en 1994, 1995 y 1996, al mismo tiempo que la variación interanual del PIB ha ofrecido pequeñas tasas de crecimiento.

AÑOS	Valor medio anual del ISC	Porcentaje variación interanual del PIB
1993.....	52	-1,1
1994.....	67	2,8
1995.....	73	2,8
1996.....	81	2,2 (P)

La recuperación del sentimiento económico de los españoles es la primera y favorable conclusión del sondeo de noviembre 96. Desde el año 1992 es el sondeo de noviembre con mayor confianza de las familias (ISC, 78). El siguiente dato atenúa esta observación positiva. Se ha vuelto a producir, como en 1995, un retroceso de la confianza entre el segundo sondeo (ISC, 87) previo al verano y el tercero. Aunque exista un componente estacional favorable antes del verano, la recuperación es lenta. En buena parte, los valores más altos del segundo cuatrimestre se deben a las perspectivas de mayor empleo en el sector terciario, que aumenta el valor del índice en junio. La experiencia posterior no confirmó esas expectativas y el sentimiento económico retrocede, aunque mejore en la comparación interanual.

La segunda conclusión es también favorable: la tendencia positiva del ISC se debe, básicamente, a unas buenas expectativas del público. Los consumidores han ido apostando cada vez en mayor número por una mejora de la economía nacional y personal en los siguientes doce meses.

EXPECTATIVAS MEDIAS ANUALES		
AÑO	GENERALES	PARTICULARES
1993.....	57	80
1994.....	88	95
1995.....	92	97
1996.....	99	102

Aunque el objetivo de Maastricht sobre inflación se mantenga a la misma distancia desde comienzos del año 1996, los consumidores españoles han percibido un cambio radical y positivo en el comportamiento de los precios, constituye la tercera conclusión. Nunca en la vida de una amplia mayoría de los adultos, las tasas de aumento del IPC han sido tan bajas. Además, la contención de los precios se mantiene e, incluso, el IPC asimila bien los aumentos fiscales de los impuestos especiales o del precio de los carburantes. El sondeo de noviembre 96 recoge también esa valoración positiva y la mayoría cree que los precios han aumentado poco o nada en los últimos meses. Sus previsiones de inflación son también muy buenas, mejores que su experiencia. El público espera o un pequeño aumento o que los precios se mantengan al mismo nivel que en 1996.

El sondeo ofrece también sombras. El paro es el problema económico y social más importante de las familias españolas. Los resultados de la última encuesta no son alentadores. La mayoría cree que seguirá creciendo el paro, a pesar del aumento del empleo en 182.500 personas. La entrada de nuevas cohortes de jóvenes en el mercado laboral y de personas "desanimadas" que aspiran a un empleo, al mejorar la economía, impide que la tasa de paro baje sensiblemente. Existe una conciencia generalizada de falta de empleo apoyada por la experiencia de algunos segmentos de población, como los más jóvenes y las mujeres, de que su tasa de paro aumenta. Los valores del índice sobre expectativas de paro apenas han variado desde febrero de 1994, con unos índices más optimistas en junio por el empleo en turismo y una nueva recaída en el último trimestre.

La segunda mala noticia del último sondeo proviene de las preguntas sobre consumo. Según los españoles, ni es buen momento para gastar, ni esperan aumentar su consumo en los próximos meses. Los cambios en la valoración del momento de compra son pequeños, aunque ligeramente positivos e igual sucede con la intención de compra.

La falta de ánimo para consumir más se debe valorar junto a las expectativas de ahorrar y la situación económica del hogar. Las familias han mejora-

CUADRO NÚM. 1  
CONSUMO PRIVADO  
(Porcentaje del PIB)

PERIODO	ESPAÑA	UNIÓN EUROPEA (15)
1961-1970.....	67,4	61,0
1971-1980.....	65,0	60,1
1981-1990.....	63,9	61,1
1994.....	62,9	61,4
1995.....	62,1	61,8
1996.....	61,5	62,0

Nota: Estimación OCDE.

do económicamente; pero las condiciones del mercado laboral y la contención de los precios parece inclinarlos hacia el ahorro más que hacia el consumo.

### I. LOS OPTIMISTAS

Los porcentajes del cuadro núm. 3 exponen la dimensión de los grupos optimistas integrados por los individuos que responden favorablemente en seis aspectos importantes para la vida económica familiar. Los resultados del último sondeo, noviembre 96, revelan el nivel de optimismo de la población. En un momento en que el aumento del PIB durante el año 1996 parece situarse ligeramente por encima del 2% y la mayoría de las previsiones se inclinan por un avance de décimas de esa tasa en 1997, los optimistas son menos en noviembre que en junio del año 1996. La caída es pequeña pero significativa. El mismo proceso se produjo en el año 1995. La pérdida de optimismo entre junio y noviembre es especialmente alta respecto a las previsiones de paro. Una posible explicación puede encontrarse en el aumento estacional del empleo eventual en el sector terciario durante los meses del verano. Este efecto estacional en las expectativas se elimina al comparar los resultados de los sondeos realizados en el mismo mes. En este caso, al comparar noviembre 96 y noviembre 95, se observan pequeños cambios positivos en la opinión pública. Las expec-

tativas mejoran, la experiencia sobre la marcha de la economía familiar y nacional también lo hace. También aumenta el porcentaje de quienes creen que el paro disminuirá y prevén que ahorrarán. Desde 1995 los españoles observan muy positivamente el comportamiento de los precios. Coincidiendo con los datos del INE, la mayoría de los entrevistados han respondido al lento retroceso de la tasa de inflación con unas previsiones claramente optimistas. Un 65% cree que es efectivo el control de la inflación.

Durante el año 1996, el tamaño de este grupo apenas ha variado, pero muestra un aumento importante respecto al año 1995. Estas expectativas positivas se apoyan en la experiencia personal. Un 56% (el porcentaje más alto desde el inicio de la serie) percibe un lento aumento de los precios. En parte relacionado con esta confianza en que los precios no aumenten a corto plazo, los consumidores aplazan sus compras de bienes duraderos a la espera de mejores circunstancias personales. El grupo que prevé gastar más en 1997 es muy pequeño (7% de la población). Además, es el único resultado ligeramente peor que el de noviembre 95. Respecto a las posibilidades de gastar más, se necesita retroceder a noviembre 93 para encontrar un resultado peor al de noviembre 95.

La valoración del momento de compra es el segundo indicador basado en la experiencia reciente para evaluar el consumo privado desde el lado de la opinión pública. El grupo de los optimistas (12%) es pequeño y apenas ha cambiado desde junio 95. En junio 96 el sondeo obtuvo unas respuestas un poco más favorables, pero el último sondeo ha anulado la recuperación de una valoración algo más positiva hacia el consumo.

De este modo, al cerrar el año 1996, el optimismo económico ha evolucionado lenta y favorablemente respecto a finales de 1995, con la importante excepción del consumo privado. Más individuos reconocen hoy que la economía ha mejorado, que sus

CUADRO NÚM. 2  
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL COSUMIDOR

	AÑO 1996			AÑO 1995			AÑO 1994		
	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero
OPINIÓN SOBRE:									
Situación económica del país									
— Experiencia.....	-21	-21	-31	-41	-32	-33	-28	-50	-55
— Expectativas.....	-8	4	-4	-16	-2	-26	-25	-20	-20
Situación económica familiar									
— Experiencia.....	-13	-12	-14	-17	-16	-16	-15	-23	-23
— Expectativas.....	-2	2	1	-6	0	-1	-3	0	-8
Valoración momento de compra.....	-45	-37	-39	-47	-50	-35	-34	-55	-52
Índice del Sentimiento del Consumidor.....	-18	-13	-17	-25	-20	-17	-14	-33	-32

Nota: Formulación UE.

CUADRO NÚM. 3  
TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS

	AÑO 1996			AÑO 1995			AÑO 1994		
	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero
A) Situación económica del país									
1. Ha mejorado.....	11	16	12	10	15	12	12	9	6
2. Mejorará.....	24	36	20	18	31	28	30	33	19
B) Situación económica familiar									
1. Ha mejorado.....	9	10	10	9	9	7	10	11	9
2. Mejorará.....	17	21	16	14	19	18	20	19	17
C) Demanda: consumo familiar									
1. Buen momento compra.....	12	15	12	12	12	11	11	10	10
2. Comprará más.....	7	8	9	9	7	8	9	8	9
D) El paro									
1. Disminuirá.....	16	37	20	10	31	16	15	22	7
E) La inflación									
1. Ha aumentado un poco.....	56	47	44	40	31	31	45	51	45
2. Aumentará poco.....	65	66	65	50	56	50	56	70	57
F) Ahorro									
1. Ahorrará.....	39	40	41	35	40	36	37	42	40

expectativas son mejores, incluso ante el empleo. Más familias confían ahorrar y la inflación no es un problema importante para los hogares. Sin embargo, todos estos aspectos no se traducen en un aumento de la propensión a consumir.

## II. LOS TIPOS DE OPINIÓN ECONÓMICA Y SU EVOLUCIÓN

### II.1. La economía nacional

Al cruzar las opiniones de los consumidores españoles sobre la evolución reciente de la economía nacional con sus previsiones para el año 1996, aparecen nueve grupos distintos de opinión. En el cuadro núm. 4 se recogen los resultados de los nueve posibles tipos de respuestas referidos a los sondeos de junio y febrero de 1996, años 1994, 1995 y 1996.

Según la orientación del sentimiento económico de las familias hacia el optimismo o el pesimismo, los nueve grupos pueden reducirse a tres tipos básicos:

1. Los optimistas.
2. Quienes perciben una situación de estancamiento de la economía nacional.
3. Los pesimistas.

Los sondeos de 1996 muestran un retroceso notable de las opiniones pesimistas sobre la economía nacional. En 1994 y 1995, los grupos con opi-

niones pesimistas llegaban al 62% de la población (media anual); en 1996, son un 47%.

**Los optimistas.** En este grupo se integran los consumidores que manifiestan que: "en relación a los últimos doce meses la economía española ha mejorado y en los próximos meses mejorará más". Éste es el grupo radicalmente optimista. Su tamaño es de un 7% en noviembre 96, con un pequeño aumento de un punto respecto a doce meses antes.

Entre los optimistas se encuentran también las respuestas de quienes creen que "la situación en noviembre 96 es la misma que la de los meses anteriores: pero mejorará próximamente". El tamaño de este grupo es de un 12%, con un importante aumento de nueve puntos respecto al sondeo de noviembre 95.

El tercer grupo está formado por quienes creen que "la economía nacional ha mejorado en los últimos 12 meses y seguirá igual en los próximos meses". Su tamaño es de un 3% retrocediendo dos puntos en relación a noviembre 95.

Por último, se encuentran los individuos con una opinión más difícil de clasificar. Las respuestas de este grupo expresan la idea de que: "la economía nacional ha empeorado en los últimos 12 meses, su experiencia es mala, pero mejorará en el próximo año". Estas opiniones, a pesar de su dudosa interpretación, se clasifican como positivas y en noviembre representa a un 5%. En noviembre 95 eran muy pocos (1%) quienes creían que la economía nacional había ido mal, pero mejoraría.

En el sondeo de noviembre 96, los cuatro grupos calificados como optimistas representan un

CUADRO NÚM. 4  
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: TIPOS DE OPINIÓN

PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
AÑO 1996												
Expectativas para próximos meses	NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO			
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	7	12	5	24	9	13	14	36	6	8	11	25
Seguirá igual.....	3	23	14	40	4	22	14	40	4	19	23	46
Empeorará.....	1	8	27	36	2	6	16	24	2	4	23	49
Suma.....	11	43	46	100	15	41	44	100	12	31	57	100

PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
AÑO 1995												
Expectativas para próximos meses	NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO			
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	6	3	1	10	11	4	1	16	9	7	13	29
Seguirá igual.....	5	15	4	24	8	16	3	27	3	13	19	35
Empeorará.....	9	20	37	66	12	19	26	57	1	2	33	36
Suma.....	20	38	42	100	31	39	30	100	13	22	65	100

PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
AÑO 1994												
Expectativas para próximos meses	NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO			
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	10	8	12	30	7	5	20	32	3	4	14	21
Seguirá igual.....	12	14	17	33	2	9	24	35	2	5	23	29
Empeorará.....	1	4	32	37	1	2	30	33	1	2	43	50
Suma.....	13	26	61	100	10	16	74	100	6	11	83	100

CUADRO NÚM. 5  
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL

Tipos	AÑO 1996			AÑO 1995			AÑO 1994			AÑO 1993
	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Febrero
Optimistas.....	27	40	29	15	24	32	32	34	22	13
Estancados.....	23	22	19	15	16	13	14	9	5	6
Pesimistas.....	50	38	52	70	60	55	54	57	73	81
Suma.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

27% de los consumidores. El cuadro núm. 5 muestra la evolución de los distintos tipos de opinión desde noviembre de 1993. Los optimistas han aumentado 12 puntos respecto al sondeo del año 1995; aunque desciendan de forma importante en relación al anterior sondeo de junio.

**Economía estancada.** Las respuestas de los consumidores comprendidas en este grupo expresan una idea de estancamiento de la economía española. Para estos individuos "la situación económica en noviembre 96, era igual a la de hacía un año y en los próximos 12 meses seguirá igual". El tamaño de este grupo es de un 23%, aumentando notablemente en un año.

**Los pesimistas.** Este tipo de opiniones de los consumidores españoles alcanza un 50%. Uno de cada dos españoles tiene una opinión pesimista respecto a la economía nacional en noviembre de 1996. Este resultado debe matizarse con su distribución entre los diferentes tipos de pesimistas, que

implican mayor o menor gravedad o firmeza de las opiniones.

El grupo radicalmente pesimista está formado por quienes creen que "la situación económica nacional ha empeorado durante los últimos 12 meses y lo seguirá haciendo en los próximos". Un 27% de la población se encuentra en este grupo, que es el más amplio de todos. En relación al sondeo de junio, este tipo de opiniones aumenta en 11 puntos; pero baja 10 puntos en relación a su valor de un año antes. El retroceso interanual de este grupo es un dato interesante porque muestra un retroceso del pesimismo radical mantenido en el momento más depresivo del ciclo del sentimiento económico por un importante 61% de los españoles que, en febrero 93, creía que la economía nacional estaba inmersa en un proceso de continuo empeoramiento. La mejora de la valoración de aquel año con la de noviembre último, muestra una pérdida de pesimismo radical.

El segundo grupo está integrado por los consumidores que opinan que "la situación económica se ha deteriorado en los últimos 12 meses y seguirá igual en el próximo año". Su tamaño es de un 14% de la población, 10 puntos superior a la de un año antes.

Sólo un 8% cree que "la economía nacional no ha cambiado en los últimos 12 meses; pero empeorará en el futuro" y apenas un uno por cien dice que "ha mejorado; pero empeorará". Las diferencias de estos dos grupos con su correspondiente tamaño en el sondeo de noviembre 96 son muy importantes y se debe señalar que el elemento positivo en el retroceso de estos dos grupos se encuentra en las expectativas: "la economía general ha empeorado o está estancada; pero en ambos casos mejorará".

En noviembre de 1996, un 50% es la proporción de pesimistas respecto a la evolución de la economía nacional frente a un 27% de optimistas (ver cuadro núm. 5). La diferencia es de 23 puntos. En noviembre 95 esa diferencia era mucho mayor (55 puntos). Desde el año 1994, la distancia media anual entre pesimistas y optimistas viene reduciéndose.

Los datos del cuadro núm. 4 admiten otra lectura. Un 24% de la población opina que la economía nacional mejorará en los doce meses próximos, frente a un 10% que preveía una evolución favorable en noviembre 95. Por tanto, las expectativas sobre la economía muestran una mejora notable. Además, el grupo que pronostica un estancamiento (40%) también ha ganado 16 puntos. Estos porcentajes señalan una mejora significativa de las expectativas ganadas en un año. En noviembre 95 el tamaño del grupo con unas previsiones malas de la economía era 66% frente a sólo un 10% con unas expectativas positivas.

Por el contrario, en relación con las experiencias recientes los últimos resultados no son tan buenos. Un 46% de la población cree que la economía nacional ha empeorado. Esta experiencia desfavorable es algo superior a la de noviembre 95 en 4 puntos. Esta diferencia es pequeña y más bien expresa una situación de estancamiento. El porcentaje de individuos con experiencia positiva, 11%, es inferior al porcentaje de los anteriores sondeos.

En el cuadro núm. 6 aparecen los porcentajes de población incluidos en los dos grupos radicalmente optimistas y pesimistas. La evolución del segundo de ellos es más interesante a causa del pequeño tamaño del primer grupo.

Los más pesimistas iniciaron un retroceso desde el año 93. Entre noviembre 93 y junio 95 se

produce una caída de 38 puntos del pesimismo radical. En el último sondeo rebrota el pesimismo radical (27%) pero se ha reducido a la mitad en tres años.

El porcentaje de las opiniones radicalmente optimistas es bajo (7%) con pequeños aumentos desde noviembre 93.

En resumen, los cuatro grupos que expresan la valoración de la mayoría de los consumidores (76%) sobre la economía nacional eran las siguientes en junio de 1996:

1. Pesimistas radicales: "la economía va de mal a peor" .....	27%
2. Estancamiento de la economía nacional o sigue igual.....	23%
3. La economía ha empeorado durante el último año y seguirá igual.	14%
4. La economía está igual, pero mejorará .....	12%

## II.2. La economía familiar

Si se cruzan las respuestas que aluden a la experiencia reciente sobre la evolución de la economía familiar con sus pronósticos personales para el año 97, se puede establecer una tipología de las familias españolas con los nueve tipos recogidos en el cuadro núm. 7. Como en el caso de la economía nacional, los nueve grupos se pueden reducir a los tres tipos de opinión siguientes:

1. Los optimistas.
2. Los que perciben un estancamiento de su situación económica.
3. Los pesimistas.

**Los optimistas.** En este tipo se incluyen los consumidores que han percibido "una mejora de su situación económica durante los últimos 12 meses y esperan que mejore todavía más en los próximos meses". Estas opiniones pueden calificarse de radicalmente optimistas. El tamaño del grupo es muy pequeño (4%) y varía muy poco de un sondeo a otro.

Las familias que creen que "su situación en noviembre 96 es la misma que en noviembre 95; pero mejorará en los próximos meses". Su participación en la población española es de un 8% y ha aumentado tres puntos respecto al sondeo de noviembre 95. El optimismo de este grupo y del anterior se apoya en buenas expectativas.

Otro grupo (4%) cree que "su economía mejoró en el último año y seguirá en la situación actual durante el próximo" con una caída de tres puntos respecto al sondeo de un año antes.

CUADRO NÚM. 6  
EVOLUCIÓN DE LOS GRUPOS EXTREMOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA NACIONAL

Tipos	AÑO 1996			AÑO 1995			AÑO 1994			AÑO 1993
	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Febrero
La economía ha empeorado y empeorará más ....	27	16	23	37	26	33	32	30	46	61
La economía ha mejorado y mejorará más .....	7	9	6	6	11	9	10	7	3	3

CUADRO NÚM. 7  
LA ECONOMÍA FAMILIAR: TIPOS DE OPINIÓN

PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
AÑO 1996												
Expectativas para próximos meses	NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO			
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	4	8	5	17	4	10	7	21	4	8	5	17
Seguirá igual.....	4	48	11	63	5	49	11	65	5	49	14	68
Empeorará.....	1	6	13	20	-	5	9	14	1	4	10	15
Suma.....	9	62	29	100	9	64	27	100	10	61	29	100
PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
AÑO 1995												
Expectativas para próximos meses	NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO			
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	4	5	-	9	5	8	6	19	4	9	6	19
Seguirá igual.....	7	41	7	55	4	45	13	62	3	46	11	60
Empeorará.....	5	15	16	36	-	7	12	19	1	5	15	21
Suma.....	16	61	23	100	9	60	31	100	8	60	32	100
PERCEPCIÓN DE LA ECONOMÍA ACTUAL RESPECTO A LA SITUACIÓN ANTERIOR												
AÑO 1994												
Expectativas para próximos meses	NOVIEMBRE				JUNIO				FEBRERO			
	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma	Mejor	Igual	Peor	Suma
Mejorará.....	5	9	6	20	5	8	8	21	4	8	7	19
Seguirá igual.....	5	38	13	56	5	40	15	60	4	32	14	50
Empeorará.....	-	7	17	24	1	4	14	19	1	9	21	31
Suma.....	10	54	36	100	11	52	37	100	9	49	42	100

Un cuarto grupo (5%) cree que su economía ha empeorado, pero mejorará durante 1997.

La proporción de familias optimistas encuadradas en los cuatro grupos citados, es de un 21%, con un aumento de 5 puntos respecto al sondeo de noviembre 95.

**Estancamiento.** Un importante porcentaje de la población (48%) manifiesta que su situación económica no ha cambiado y, además, prevé que seguirá igual en los próximos doce meses. El resultado del último sondeo muestra una ganancia de 7 puntos respecto al valor del sondeo de 1995.

**Los Pesimistas.** En este tipo de opiniones se encuentran:

1. El grupo radicalmente pesimista (13%) dice que "su situación económica ha empeorado en los últimos 12 meses y se deteriorará más en los próximos". Al comparar con los datos del año 95 se observa una pérdida de 3 puntos. El tamaño de este

grupo radicalmente pesimista ha ido reduciéndose lentamente desde noviembre 93. En 1996 es la mitad del de aquellas fechas.

2. El segundo grupo cree que su economía personal ha empeorado durante los 12 meses anteriores y seguirá igual en los próximos". Un 11% es el tamaño de este grupo que se aumenta en 4 puntos respecto al sondeo del año anterior.

3. El tercer grupo (6%) dice que "su situación en noviembre 96 era aproximadamente igual a la de 12 meses antes; pero teme que empeore". Los pronósticos pesimistas de este grupo disminuyen 9 puntos respecto al sondeo de noviembre de 1995.

4. Y, por último, quienes creen que su situación económica mejoró durante los últimos doce meses pero empeorará, representan sólo un uno por cien de la población. En el sondeo de 1995 representaban un 5% de la población.

La suma de los pesimistas es un 31%. Un por-

CUADRO NÚM. 8  
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR

Tipos	AÑO 1996			AÑO 1995			AÑO 1994			AÑO 1993
	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Febrero
Optimistas .....	21	26	22	16	23	22	25	26	23	17
Estancados.....	48	49	49	41	45	46	38	40	32	36
Pesimistas .....	31	25	29	43	32	32	37	34	45	47
Suma .....	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

CUADRO NÚM. 9  
EVOLUCIÓN DE LOS GRUPOS EXTREMOS DE OPINIÓN SOBRE LA ECONOMÍA FAMILIAR

Tipos	AÑO 1996			AÑO 1995			AÑO 1994			AÑO 1993
	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero	Febrero
La economía ha empeorado y empeorará más ..	13	9	10	16	12	15	17	19	21	25
La economía ha mejorado y mejorará más.....	4	4	4	4	5	4	5	4	4	4

centaje superior a los optimistas en 10 puntos. La situación de estos grupos muestra un cambio importante y positivo respecto al sondeo de noviembre de 1995. En el cuadro núm. 8 se aprecia el retroceso de los pesimistas desde un 50% en el sondeo de noviembre 93 al 31% del último sondeo de junio 95; simultáneamente, la diferencia entre pesimistas y optimistas se reduce.

En el cuadro núm. 9 se muestra la evolución de los porcentajes de los grupos radicalmente optimistas y pesimistas. De forma similar a la opinión sobre la economía nacional, el grupo más pesimista fue retrocediendo de forma ininterrumpida desde noviembre de 1993 hasta junio de 1996. En noviembre de 1996 vuelve a aumentar este grupo; pero la mejora del optimismo económico familiar se mantiene.

Los tres grupos más representativos en la encuesta de noviembre 96, 72% del total, fueron:

1. Quiénes formulan una situación familiar de estabilización económica. No hay, ni prevén cambios significativos .....	48%
2. Los pesimistas radicales. Su economía evoluciona desfavorablemente .....	13%
3. Los que tienen una mala experiencia reciente y no esperan cambios .....	11%

Respecto a su experiencia económica reciente, la mayoría de los españoles (62%) cree que en los últimos meses su situación no ha cambiado. Otro importante porcentaje (29%) dice que su balance personal ha sido negativo durante los últimos meses. Sólo un 9% ha observado una mejora económica. Respecto a anteriores sondeos de los años 95 y 96, el dato más destacable es el escaso cambio de las opiniones de estancamiento de las economías familiares. Es preciso retroceder al año 1994 para observar un cambio favorable de la experiencia reciente de los consumidores.

Respecto a la distribución de las expectativas el grupo más amplio (63%) no espera cambios inmediatos en su nivel económico familiar; un 17% prevé mejorar, frente a un 20% que dice lo contrario. Respecto al anterior sondeo de noviembre 95, las diferencias son significativas. Han bajado notablemente las previsiones desfavorables durante el último año. El retroceso de las previsiones negativas a favor de quienes creen que su economía seguirá igual e, incluso, mejorará es un dato positivo.

### III. SENTIMIENTO ECONÓMICO Y RENTA FAMILIAR

En el cuadro núm. 10 aparecen los datos del ISC distribuidos según los ingresos de los consumidores: rentas bajas (20%), rentas medias (60%) y altas (20%) de la población.

En noviembre 96, el ISC de los tres estratos de ingresos ha retrocedido respecto al anterior sondeo de junio 96. El ISC del estrato de rentas bajas ha perdido 13 puntos y 12 y 5 puntos los estratos de rentas medias y altas respectivamente.

Sin embargo, en relación a noviembre 95, el avance del sentimiento de los consumidores es general. Los consumidores con rentas altas mejoran en 10 puntos; menores avances, 6 y 4 puntos respectivamente, fueron los aumentos de los índices de las rentas medias y bajas. Durante el periodo de recuperación de la confianza de los consumidores el índice del grupo más rico mejoró más rápidamente que el de los otros dos grupos. Y la pérdida de confianza que se ha presentado en el último sondeo es más fuerte en el grupo de rentas bajas. Las expectativas sobre la economía nacional ha sido el componente que más ha influido en el retroceso del índice de los individuos con mayores ingresos (22 puntos). Es notorio que el grupo de mayores ingre-

CUADRO NÚM. 10  
ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR Y RENTA FAMILIAR

	AÑO 1996								
	Noviembre			Febrero			Febrero		
	Rentas			Rentas			Rentas		
	Bajas	Medias	Altas	Bajas	Medias	Altas	Bajas	Medias	Altas
<b>COMPONENTES DEL ISC</b>									
Situación económica del país									
Presente/Pasado .....	57	61	74	66	72	79	62	53	64
Futuro/Presente .....	77	84	98	97	109	120	89	93	111
Situación económica familiar									
Presente/Pasado .....	57	75	94	69	77	93	62	76	96
Futuro/Presente .....	87	92	109	93	105	109	86	101	113
Momento de compra .....	47	52	64	65	63	66	55	59	66
Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) ....	65	73	88	78	85	93	71	76	90
<b>AÑO 1995</b>									
	Noviembre			Junio			Febrero		
	Rentas			Rentas			Rentas		
	Bajas	Medias	Altas	Bajas	Medias	Altas	Bajas	Medias	Altas
	<b>COMPONENTES DEL ISC</b>								
Situación económica del país									
Presente/Pasado .....	-40	46	51	53	59	63	41	47	53
Futuro/Presente .....	-73	78	85	90	98	113	70	90	106
Situación económica familiar									
Presente/Pasado .....	59	71	86	63	74	93	57	72	85
Futuro/Presente .....	84	88	103	87	99	111	71	95	111
Momento de compra .....	48	54	64	49	47	60	44	48	70
Índice del Sentimiento del Consumidor (ISC) ....	61	67	78	68	75	88	60	70	85

Nota: Los valores corresponden a la formulación del ISC y sus componentes, versión de EE.UU.

Los consumidores están mejor informados, más sensibles a los cambios de coyuntura, más dependientes, por tanto, a la evolución de los argumentos y de las noticias que transmite la prensa. Después de unos meses, entre marzo y agosto, de expectativas generalizadas de recuperación de la economía, a la vuelta de vacaciones los consumidores observan que sus previsiones no se estaban cumpliendo con la intensidad que esperaban. La caída del sentimiento del consumidor de todos los estratos de renta responde a ese reencuentro con los viejos problemas. Sin embargo, el comportamiento de la economía a lo largo del año 1996 muestra una mejoría que el público ha recogido con la mejora de los tres ISC (ver cuadro núm. 10) respecto a noviembre 95.

#### IV. LOS PROBLEMAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

##### IV.1. El paro

Un 50% de la población prevé que el paro aumentará en los próximos doce meses. Un 26% que permanecerá estable, respuesta negativa si se considera la cifra actual de parados (3.515.000); por último, sólo un 15% cree que el paro disminuirá. La

población española desconfía de encontrar una solución a corto plazo al problema más importante para las familias. Además, esa mala previsión se manifiesta en una fase favorable del ciclo económico con una tasa de crecimiento (2,2%) difícil de superar significativamente en los próximos ejercicios y cuando, según la EPA, el empleo creció en 182.500 personas durante el tercer trimestre de este año. Pero el aumento del empleo no supone una rápida reducción del paro. En el tercer trimestre, la población activa creció en 161.670 personas y, por tanto, el paro bajó sólo en 20.830 personas. Si se analizan con más precisión las cifras de la EPA, se constatará que en algunos sectores incluso la situación ha empeorado. En el grupo de quienes buscan su primer empleo, el paro ha aumentado y también lo ha hecho entre las mujeres y a la vista de nuestra todavía baja tasa de actividad medida que las condiciones del mercado laboral mejoren, un número creciente de individuos entre 16 y 65 años, hoy "desanimados" demandarán un empleo, frenando así la caída de la tasa de paro.

Las familias son conscientes de esta situación. Muchos de los problemas económicos y sociales del paro se han atenuado por su inserción en una familia, cuyos miembros irán, poco a poco, buscando su independencia económica a medida que el

CUADRO NÚM. 11  
EXPECTATIVAS DE PARO Y RENTA FAMILIAR

	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Año 1994				
Noviembre.....	54	56	55	50
Junio.....	26	34	25	17
Febrero.....	31	37	33	22
Año 1995				
Noviembre.....	31	42	32	22
Junio.....	9	18	9	6
Febrero.....	36	48	38	34
Año 1996				
Noviembre.....	26	33	30	20
Junio.....	18	20	20	14
Febrero.....	7	21	9	2

Nota: Índice de expectativas de paro según la formulación UE.

mercado laboral lo permita. Todo un proceso lento, pleno de incertidumbre que justifica las pesimistas respuestas de los consumidores.

La mitad de las respuestas se inclinan por un aumento del paro en los próximos meses. Este dato negativo al cerrar el año 1996 tiene, sin embargo, un aspecto favorable al comparar los resultados de hace un año. En noviembre de 1995, la mayoría de los entrevistados (57%) creían que el paro seguiría aumentando. Si se observan los valores del índice (elaborado con las previsiones de paro) desde noviembre de 1993 el cambio es importante y positivo. Al comienzo de la recuperación del ciclo, el índice (62) era muy negativo y prácticamente sin diferencias entre los tres grupos de renta. Entre 1993 y 1994 el índice evolucionó muy favorablemente. En el año 1995 se mantuvo y durante el presente año ha vuelto a mejorar. Al mismo tiempo que mejora el sentimiento económico de los españoles, disminuye lentamente su desconfianza hacia el empleo. Los resultados de los sondeos de junio muestran la sensibilidad de las familias hacia este tema. Sin

duda, los meses del verano influyen en una mejora del empleo.

## IV.2. La inflación

La inflación se ha mantenido dentro de las previsiones oficiales durante el año 1996; incluso es posible que se arañe alguna décima al IPC cuando termine el año. Todos los componentes del IPC han registrado aumentos muy moderados, con excepción del tabaco o bebidas alcohólicas. Los aumentos tributarios de esos productos, trasladados antes o después a los precios finales, justifican el crecimiento de sus precios. Sin embargo, las revisiones al alza de los tipos de los impuestos especiales no han roto la contención de los precios.

La evolución de los precios ha influido, sin duda, en las respuestas optimistas de los consumidores. Un 55% de los españoles estiman que los precios han aumentado poco o han permanecido estables en los últimos doce meses. Su experiencia reciente ha sido muy buena y aun mejores son sus expectativas; un 64% de los entrevistados prevé una tasa de inflación más baja durante los próximos doce meses. En este marco, los consumidores no temen aplazar la compra de bienes con un alto coste. Durante los 70, muchos consumidores justificaban su decisión de compra a causa de unos precios futuros previsiblemente mucho más altos. En noviembre de 1996, un 56% cree que es un mal momento para comprar bienes duraderos y sólo un 7% prevé mayores gastos en los próximos meses.

En el cuadro núm. 12 se pueden leer los índices que manifiestan la experiencia y expectativas de inflación desde noviembre de 1993. En ese mes de los años 1993, 1994 y 1995 el índice apenas cambió. El público percibía un comportamiento de los precios bastante bueno y de acuerdo con esta apreciación sus previsiones también lo eran. En el último

CUADRO NÚM. 12  
INFLACIÓN Y RENTA FAMILIAR

	EXPERIENCIA				EXPECTATIVAS			
	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Año 1994								
Noviembre.....	29	37	29	20	19	31	18	14
Junio.....	22	27	22	15	5	8	7	3
Febrero.....	27	37	28	22	9	14	9	6
Año 1995								
Noviembre.....	30	31	31	28	19	20	20	20
Junio.....	42	49	43	38	19	22	21	20
Febrero.....	43	48	45	35	24	35	25	15
Año 1996								
Noviembre.....	20	26	22	13	12	18	13	9
Junio.....	30	44	33	24	8	17	11	6
Febrero.....	29	36	31	20	8	10	11	2

CUADRO NÚM. 13  
CONSUMO DOMÉSTICO Y RENTA FAMILIAR

	VALORACIÓN DEL MOMENTO DE COMPRA				INTENCIÓN DE COMPRA			
	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos	Media	Ingresos bajos	Ingresos medios	Ingresos altos
Año 1994								
Noviembre.....	-49	-56	-52	-35	-37	-50	-36	-22
Junio.....	-57	-68	-57	-55	-43	-61	-44	-35
Febrero.....	-50	-57	-61	-59	-40	-49	-39	-31
Año 1995								
Noviembre.....	-47	-57	-49	-38	-37	-54	-40	-30
Junio.....	-50	-51	-53	-41	-39	-59	-40	-24
Febrero.....	-48	-59	-52	-29	-37	-59	-38	-22
Año 1996								
Noviembre.....	-45	-53	-48	-36	-31	-51	-34	-21
Junio.....	-36	-35	-37	-36	-32	-54	-35	-19
Febrero.....	-35	-40	-37	-32	-30	-45	-35	-16

Nota: Las cifras del cuadro responden a la formulación de los índices seguida por la UE.

CUADRO NÚM. 14  
AHORRO

	INGRESOS							
	MEDIA		BAJOS		MEDIOS		ALTOS	
	Expectativas	Situación hogar						
Año 1994								
Noviembre.....	-28	8	-59	-8	-29	8	-12	17
Junio.....	-19	9	-38	-7	-20	7	-6	24
Febrero.....	-23	10	-53	-5	-25	7	1	23
Año 1995								
Noviembre.....	-28	9	-61	-10	-33	6	-5	22
Junio.....	-23	9	-51	-3	-26	7	-8	19
Febrero.....	-30	8	-66	-7	-37	7	-2	16
Año 1996								
Noviembre.....	-26	11	-63	-10	-33	8	-3	24
Junio.....	-21	11	-51	-5	-31	6	-5	21
Febrero.....	-20	12	-53	-2	-27	8	4	22

Nota: Las cifras del cuadro responden a la formulación de los índices seguida por la UE.

sondeo los valores de ambos índices han mejorado respecto a los del año 1995 y anteriores.

En resumen, se puede afirmar que la opinión pública sobre el comportamiento de los precios es buena, la mejor del mes de noviembre en los últimos ejercicios. Aunque el sector de menores ingresos muestra unos índices peores que los medios, la evolución positiva ha sido parecida en todos los grupos, sus diferencias significativas a causa de sus rentas.

### IV.3. El consumo

La mayoría de los consumidores (56%) piensa que no es buen momento para gastos importantes y un 42% prevé reducir sus compras en los próximos 12 meses frente a sólo un 7% que piensa aumentarlas. Los resultados del último sondeo no dejan lugar

al optimismo sobre una rápida recuperación del consumo privado.

Los datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares confirma los obtenidos por FIES. La tasa de variación interanual del gasto total de los hogares fue de 3,74 en términos nominales. Descontado el efecto de la inflación esta tasa se sitúa en un 0,07%. El único dato positivo consiste en la superación de las tasas negativas de los trimestres anteriores. Estos resultados demuestran una actitud de los consumidores poco favorable al consumo. Esta situación está ligada al elevado paro, al empleo precario, a la desconfianza por el futuro de las pensiones públicas y a la experiencia reciente sobre la inflación que no impulsa a la anticipación de las compras. Se pretende presentar el aumento de ventas de automóviles como un signo claro de la recuperación del consumo de bienes duraderos. En el crecimiento de las compras de los particulares debería considerarse el efecto del plan Renove que causó un descenso

anómalo en las matriculaciones posteriores. Por tanto, las tasas de crecimiento de los últimos meses del año 1996 se establecen sobre cifras distorsionadas. También los datos del CIS (Centro de Investigaciones Sociológicas) señalan una situación de anemia del consumo privado. Un 69% valora desfavorablemente el momento para gastos pequeños del hogar y un 91% lo hace para los gastos importantes. Con estos datos es difícil confiar que aumente sustancialmente el consumo en el año 1997.

Los valores del índice que mide la valoración del momento de compra (45) muestra una pequeña mejora respecto a los años 1994 y 1995; aunque haya empeorado en relación al sondeo de junio 96. El índice de las expectativas de compra ha evolucionado muy próximo al anterior índice. Los valores de este índice son también algo más positivos que los de los años 1994 y 1995. Tanto uno como otro índice mantienen una importante mejora respecto a no-

viembre 93. Los consumidores han superado el profundo pesimismo de 1993, pero muestran una actitud posterior muy prudente sobre el gasto.

#### **IV.4. El ahorro**

---

El cuadro núm. 14 muestra los índices, versión UE de las expectativas de ahorro y situación económica de las familias. Se ofrecen los valores medios y los de los hogares distribuidos por sus ingresos. Los resultados sobre expectativas en la encuesta de noviembre son ligeramente peores que los obtenidos en los otros dos sondeos del año; pero se mantiene la tendencia anual a mejorar desde noviembre de 1993. Igual sucede con el índice sobre la situación económica del hogar. En el año 1994 se produjo un importante y positivo cambio respecto a noviembre de 1993. Esa mejora se ha mantenido, incluso ha aumentado, pero el proceso es lento.

## ANEXO

ANEXO NÚM. 1  
ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR  
(1977-1985)

	Índice del sentimiento del consumidor	EXPERIENCIA RECIENTE		EVOLUCIÓN DE EXPECTATIVAS		Momento de compra
		Generales	Particulares	Generales	Particulares	
1977.....	76	43	84	84	90	81
	85	52	82	102	99	90
	65	33	70	67	78	79
1978.....	79	52	78	96	96	71
	81	56	83	98	90	80
	84	69	81	97	97	78
1979.....	80	58	86	95	98	66
	73	47	91	69	92	68
	72	40	86	68	93	71
1980.....	64	34	76	63	87	62
	60	26	76	52	85	61
	57	28	70	52	80	55
1981.....	59	27	73	56	83	54
	57	35	67	59	78	44
	56	29	72	53	77	50
1982.....	64	41	76	61	87	57
	57	36	73	54	85	45
	71	41	72	97	87	49
1983.....	66	51	71	82	80	48
	76	67	76	99	94	44
	66	51	71	82	80	48
1984.....	65	45	69	81	85	45
	72	61	73	89	90	49
	69	56	69	85	88	48
1985.....	73	62	74	82	91	54
	73	90	75	70	77	52
	87	82	77	108	103	64

ANEXO NÚM. 2  
**ÍNDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR**  
 (1986-1996)

	<i>Índice del sentimiento del consumidor</i>	<i>EXPERIENCIA RECIENTE</i>		<i>EVOLUCIÓN DE EXPECTATIVAS</i>		<i>Momento de compra</i>
		<i>Generales</i>	<i>Particulares</i>	<i>Generales</i>	<i>Particulares</i>	
1986.....	87	88	80	110	102	56
	93	94	79	109	104	81
	87	83	80	108	101	64
1987.....	82	73	78	95	96	66
	92	84	92	107	101	75
	87	83	84	97	102	68
1988.....	90	87	91	95	104	75
	92	88	92	98	105	75
	89	88	90	95	102	70
1989.....	91	67	90	96	102	73
	94	92	94	101	104	78
	93	93	94	96	103	75
1990.....	92	94	95	84	107	72
	90	84	98	84	107	73
	89	74	103	84	109	74
1991(*).....	99	93	94	108	113	86
	98	86	92	105	110	91
	98	80	91	102	107	96
1992.....	83	66	89	82	104	76
	79	58	88	70	99	81
	52	32	74	35	69	50
1993.....	50	21	69	46	77	35
	56	29	68	65	84	35
	51	19	61	61	80	32
1994.....	58	23	67	71	88	40
	71	36	73	101	102	43
	73	51	74	93	96	51
1995.....	72	46	74	92	97	53
	78	58	78	102	100	50
	70	47	74	81	94	56
1996.....	79	56	80	97	103	61
	87	71	83	112	106	63
	78	67	80	89	98	55

(\*) En 1991 sólo se efectuaron dos tomas de opinión. El dato central del año es la media aritmética de las dos tomas realizadas.

## LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, SEGÚN LA CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA

*Juan Antonio Maroto Acín*

Cumpliendo con su tradición anual, la Central de Balances del Banco de España acaba de publicar su informe sobre los "Resultados anuales de las empresas no financieras", que considera en este caso el período 1986-1993, el ejercicio 1994, todavía con carácter provisional, y el avance de resultados del ejercicio 1995. Estudio que, no menos tradicionalmente, se acompaña de la publicación del artículo de síntesis de la Central de Balances Trimestral, con datos hasta el Tercer Trimestre de este año, que se ofrece en el Boletín Económico del Banco de España de noviembre. Estas fechas se convierten así en época propicia para evaluar la situación y los resultados de nuestras empresas, tanto desde la perspectiva citada de la Central de Balances como desde las de otras instituciones públicas, como la Bolsa y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, o entidades privadas, como AGESBAN y la consultora PRODEMSA, que también ofrecen en esta época del otoño sus informes trimestrales o anuales sobre la coyuntura empresarial.

Ante esta plétora informativa, que es aún mayor de lo que parece, habida cuenta de que la monografía de la Central de Balances contiene asimismo datos de 13 Registros Mercantiles para PYME de menos de 100 trabajadores y del Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) para empresas no financieras de la UE, EEUU y Japón, conviene alertar al lector sobre las diferencias de cobertura y significatividad de los diferentes bancos de datos. A ese respecto, y teniendo como referencia comparativa el número total de empresas españolas cuantificado por el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del INE, que asciende a 2.301.559 unidades, las empresas tabuladas por la Central de Balances Anual del Banco de España son 5.445 en 1995 y alrededor de 7.000 en el resto de los años, las de la Central de Balances Trimestral alrededor de 600, las de los Registros Mercantiles (con datos coherentes de Cuentas Anuales y empleo) 13.770, y las de las otras fuentes citadas alrededor de 350. Y es que, frente a esa diversidad de agregados de empresas, cuyas características se sintetizan en el cuadro núm. 1, las cautelas son obvias, si lo que se pretende es expresar la situación de "las empresas españolas"; máxime considerando que ninguna de las fuentes tiene repre-

sentatividad estadística respecto del colectivo total. Bien es verdad que la cobertura de los agregados de las principales y mayores empresas españolas, como son la CBBE y la CNMV, son relevantes en relación con las macromagnitudes de nuestra economía, como se evidencia en el gráfico núm. 1, en el que las tendencias de las tasas de variación de los resultados empresariales reproducen fielmente las de las tasas de variación del PIB a precios de mercado; pero no es menos evidente que la variabilidad es tanto mayor cuanto menor es el tamaño del agregado, y por tanto mayor la dimensión de las empresas incluidas en él. Las tendencias que apuntan los resultados de las grandes empresas son las que seguirán, pronto o tarde, las pequeñas y medianas, como trasunto del ciclo seguido por la economía española, pero ni esas tendencias deben ser generalizadas o coetáneas para todas las empresas, ni equiparables en tasas de variación para todos sus segmentos de dimensión(1).

Hecha esa obligada matización, sobradamente conocida por los analistas habituales de la realidad empresarial española, el Informe de la Central de Balances introduce algunas novedades en su presente edición que merecen destacarse, tanto porque denotan un esfuerzo permanente de mejora en la metodología de su formación como en la ampliación de su cobertura y significatividad. Desde la primera perspectiva, el Informe introduce, al igual que ya se venía haciendo en los últimos Informes Anuales del Banco de España, cuadros "embuchados" con acotaciones conceptuales y metodológicas que amplían y precisan determinados aspectos relevantes de su información. Entre esos cuadros ofrecen un especial interés el que trata la normalización europea (Recomendación 96/280/CE sobre la definición de PYME) acerca de la clasificación de las empresas por tamaño; el que analiza la cobertura de la Central de Balances respecto del colectivo total de empresas españolas (18,4% del sector de empresas no financieras y familias de la Contabilidad Nacional en 1995, y 14,5% de los estratos equiparables del DIRCE en 1994); y el que estima el valor de mercado del inmovilizado material y las acciones y participaciones de las empresas incluidas en sus agregados. Desde la segunda perspectiva, la cobertura de la Central se ha ampliado: ya sea mediante

CUADRO NÚM. 1  
PRINCIPALES BANCOS DE DATOS PARA EL ESTUDIO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS  
Datos empresariales basados en el sistema de información contable de las empresas

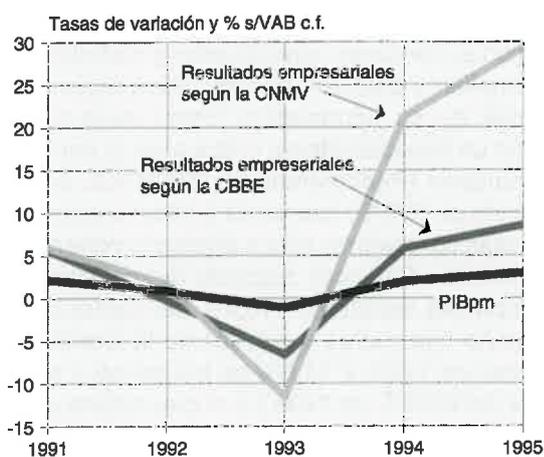
ORGANISMO	PERIODICIDAD	FUENTE	Nº EMPRESAS	INFORMACIÓN
CBBE	Anual	Encuesta de respuesta voluntaria por las empresas	7.468 (1994) 5.445 (1995)	Balance y estado de equilibrio financiero Cuenta de resultados Estados de Flujos Ratios significativas Datos de empleo
Registro Mercantil	Anual	Depósito de cuentas anuales tabulación a cargo de la CBBE	13.770 (1995) (13 Registros mercantiles)	Balance Cuenta de resultados Datos de empleo
CBT	Trimestral	Encuesta de respuesta voluntaria por las empresas	662 (I a III 1996)	Tasas de crecimiento en Cta. de Rtdos. Datos de rentabilidades Datos de empleo
CNMV SRBV	Semestral	Información aportada a la CNMV por las sociedades cotizadas en Bolsa	350 35 (IBEX)	Balance Cuenta de resultados Número de empleados Dividendo
Instituto de Estudios Fiscales	Anual	Información tributaria extraída de las fuentes	408.064 (1992)	Balance Cuenta de Resultados Datos de empleo

la recuperación de informaciones históricas de empresas singulares, como un importante *holding* público, de tal magnitud que su inclusión en los agregados ha obligado a modificar las series históricas de anteriores informes; o ya por la vía de la tabulación de un mayor número de Registros Mercantiles, que eleva hasta 30.882 el agregado de las PYME de menos de 100 trabajadores, que la Central ofrece como complemento informativo de su propio agregado autoseleccionado de empresas, escorado hacia las de gran dimensión.

Pasando al análisis de los datos, la conjunción de los informes de la Central de Balances permite

sintetizar la situación estructural y coyuntural de las principales empresas españolas, como puede apreciarse en el cuadro núm. 2, que recoge la información de la Central Anual para la serie histórica 1986-1995 y de la Trimestral para la comparación de los cuatro trimestres del 95 respecto de los mismos en el 94, y de los tres transcurridos del 96 en relación con los tres primeros de 1995. Tal y como mostraba el propio gráfico núm. 1, el crecimiento de la economía española desde 1993 sigue justificando el del Resultado Neto de las empresas en 1995. Un resultado que, sin embargo, muestra notas discordantes en algunos de sus componentes previos, como el Valor Añadido, el Resultado Económico Bruto, y los Recursos Generados.

GRÁFICO NÚM. 1  
CICLO ECONÓMICO Y RESULTADOS  
EMPRESARIALES



Fuente: Banco de España y CNMV.

Los datos anuales confirman el crecimiento en 1995 del Valor Añadido, como indicador más relevante de la mejora del grado de eficiencia económica de las empresas, pero a un ritmo más atenuado que el que se había producido en 1994, a causa de un crecimiento mayor de los consumos intermedios que de la propia producción de las empresas, fomentada por procesos de inversión que elevan la *ratio* de inmovilizado sobre activo hasta casi el 66 por ciento. Ese ritmo de crecimiento se atempera aún más durante los meses transcurridos del presente ejercicio, a tenor de los datos trimestrales, y provoca una situación de cierto *impasse* en las empresas, que parecen seguir incrementando su capacidad productiva a un ritmo mayor que el de la demanda que se produce *de facto* para ese mayor potencial productivo, trasunto, a su vez, de la todavía pausada recuperación del consumo en la economía española. A ese respecto, debe destacarse que la tasa de incremento más elevada en los compo-

CUADRO NÚM. 2  
**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS. EVOLUCIÓN INTERANUAL**  
 Tasas de crecimiento sobre mismas empresas en igual periodo del año anterior

	Central de balances anual										Central de Balances Trimestral	
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	I a IV 1995/ I a IV 1994	I a III 1996/ I a III 1995
	1. Producción .....	1,6	9,6	11,8	13,6	6,9	5,7	3,5	0,4	10,9	11,7	10
2. Consumos intermedios .....	11,4	9,9	11,9	15,8	7,6	5,7	3,7	0,3	12,4	13,9	12,1	9,6
Compras netas .....	-11,8	10,1	10,4	16,1	2,9	3	2,2	0,8	15,9	16,6	13,4	8,4
Otros gastos de explotación.....	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,6	9,9
<b>S.1. Valor Añadido Bruto al coste de los factores .....</b>	<b>15,6</b>	<b>9,1</b>	<b>11,6</b>	<b>10</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,2</b>	<b>0,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8</b>	<b>7,2</b>	<b>1,7</b>
3. Gastos de personal .....	10,2	9,4	10,4	13,6	10,2	8,5	5,2	0,8	0,6	3,5	2,6	3,3
<b>S.2. Resultado económico bruto de la explotación .....</b>	<b>22,9</b>	<b>8,6</b>	<b>13</b>	<b>5,7</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>20,4</b>	<b>13,4</b>	<b>11,9</b>	<b>0,3</b>
4. Ingresos financieros .....	19,4	34,2	20,1	21,6	7,3	5,5	8,5	-3,1	-7,4	9,4	20,6	13,7
5. Gastos financieros.....	-7	4,5	-3,8	7,5	14,8	7,8	9,5	5,4	-16,2	-1,1	-2,7	-12,1
6. Impuesto sobre beneficios .....	113,7	-27,9	31,8	-1,4	3,9	-16,8	17,3	-17,4	63,5	0,3	33,2	19
<b>S.3. Recursos generados .....</b>	<b>35,2</b>	<b>22,3</b>	<b>21,8</b>	<b>7</b>	<b>-6</b>	<b>3,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-7,5</b>	<b>47,1</b>	<b>22,5</b>	<b>17</b>	<b>2,9</b>
7. Amortizaciones y provisiones.....	6,8	-4,9	10,1	-2	13	22	12,8	15,7	4,9	3	3,6	1,2
<b>S.4. Resultado neto total (% sobre VAB c.f.) .....</b>	<b>5,5</b>	<b>10,6</b>	<b>14,8</b>	<b>15,9</b>	<b>9,9</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-6,7</b>	<b>5,8</b>	<b>8,5</b>	<b>12,4</b>	<b>16</b>
<b>RENTABILIDADES:</b>												
R.1. Rentabilidad del activo antes imp. (neto de proveed.)..	9,5	10,7	12	12,5	10,7	8,8	6,5	4,3	7,5	8,1	7,8	8,1
R.2. Gastos financieros sobre recursos ajenos con coste..	10,5	11,5	11	11,7	12,4	12,2	11,6	11,1	9	8,9	6,2	5,5
R.3. Rentabilidad de los recursos propios antes imp. ....	8,4	10	12,9	13,1	9,4	5,9	1,9	-2,3	6,1	7,4	9,8	11,3
R.4. Endeudamiento (recursos ajenos sobre pasivo remunerado)(saldos medios).....	51,7	49,1	45,8	44,1	44,2	45,5	47,8	49,2	49,4	45,7	56,3	54,4
R.5. Apalancamiento financiero antes imp. (R.1-R.2).....	-1	-0,8	1	0,8	-1,7	-3,4	-5,1	-6,8	-1,5	-0,8	1,6	2,6

nentes de los consumos intermedios de las empresas se produce en los otros gastos de explotación, que incluyen el coste de los servicios externos prestados a las empresas y que sistemáticamente demuestran su potencial inflacionista, al provenir en su mayor proporción de servicios profesionales, sometidos frecuentemente a tarifas mínimas e inmersos en un mercado poco transparente y ajeno a la competencia exterior. Estos comportamientos justifican el incremento del resultado neto en proporción del valor añadido, pero también el práctico estancamiento del valor añadido respecto de la producción, tomando como referencia, en ambos casos, los datos de 1995 respecto de un año antes.

Los datos referentes al resultado económico bruto evidencian asimismo una reducción en el ritmo de incremento que se había iniciado en 1994; y ello se debe al comportamiento de los gastos de personal, que rompen la tendencia a la baja de años anteriores, por las dos vías simultáneas de crecimiento de las plantillas (alrededor de 6.000 trabajadores) y de los gastos de personal por trabajador (unas 137.000 pesetas). Aún así, el incremento de la actividad de las empresas permite una nueva reducción en la *ratio* de gastos de personal sobre el valor de la producción, como indicio de la influencia que tiene la reactivación económica sobre la generación de empleo y de la necesidad de vincular los

incrementos salariales con las mejoras de productividad. A "sensu contrario", los datos trimestrales muestran cómo el menor crecimiento de la actividad en los tres trimestres de 1996 respecto de igual período de 1995, ante la práctica constancia de la tasa de crecimiento de los gastos de personal, rebaja ostensiblemente la tasa de crecimiento del mencionado resultado económico bruto.

La evolución de los gastos financieros sigue siendo determinante para la mejoría de los resultados empresariales. Su ritmo de caída se atempera en 1995 y provoca la práctica constancia de su incidencia sobre el valor de la producción (5,38 por ciento), pero los últimos datos trimestrales evidencian la recuperación de la senda bajista, en paralelo con la evolución de los tipos de interés de referencia durante los últimos meses. Sus efectos beneficiosos, sin embargo, no son sólo los de reducir el coste de la financiación y la tasa de rentabilidad requerida por las nuevas inversiones, sino los de permitir, a través de la mayor generación de excedentes, la reducción de las deudas en el pasivo hasta cifras, el 621 por ciento, desconocidas en los años noventa.

En cuanto a las amortizaciones y provisiones, la disminución de sus tasas de incremento responde mas bien a las menores dotaciones por saneamiento, derivadas de la mejora en la situación patrimonial.

nial, que a menores amortizaciones. Éstas, de hecho, siguen aumentando aún con las nuevas inversiones, hasta el 10,65 por ciento del inmovilizado material, como indicador del mantenimiento de la eficiencia productiva de las empresas de cara al futuro; al tiempo de representar cada vez menor proporción de los recursos generados (el 57 por ciento, una cifra que sólo se producía en 1990), con una clara mejora de la capacidad de autofinanciación neta de las empresas (el 11 por ciento de los recursos ajenos con coste explícito, la mejor cifra de los años noventa).

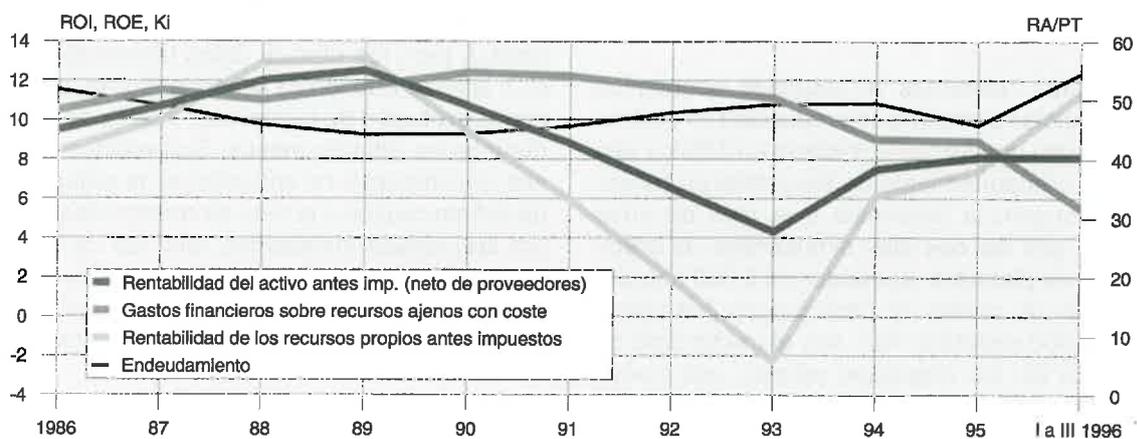
En términos de rentabilidad y de sus factores explicativos, la mejor situación de las empresas puede justificarse de forma sintética mediante las siguientes claves: la rentabilidad económica continúa incrementándose, por las vías simultáneas de los mayores márgenes y la mayor rotación de los activos, que evidencian mayor poder de mercado y mejor administración de los activos, respectivamente. Esa rentabilidad económica, no obstante, sigue siendo inferior al coste aparente de la financiación con retribución explícita, lo que mantiene el apalancamiento financiero reductor, común a toda la serie histórica de los años noventa. Pese a lo cual, el menor endeudamiento atenúa sus efectos reductores sobre la rentabilidad económica y permite progresivas elevaciones de la rentabilidad de los recursos propios.

Los datos de coyuntura de la Central Trimestral confirman esas claves para los nueve primeros meses de 1996, pero también el sesgo aún mayor hacia las grandes empresas de su agregado de 662 empresas, que define una situación notablemente mejor que la del agregado total en 1995. Por una parte, la comparación de los datos de los cuatro trimestres de 1995 respecto a igual período de 1994, con los

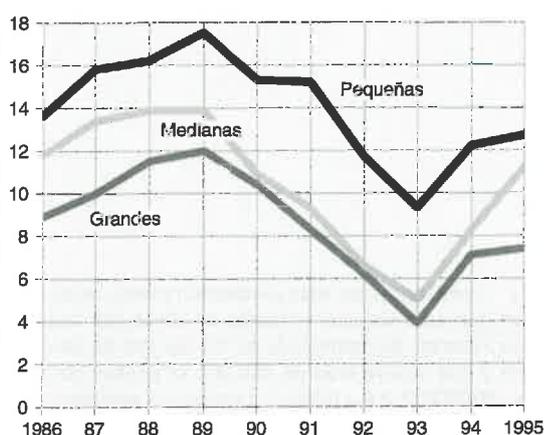
datos anuales de 1995, pone de manifiesto que sus cifras de rentabilidad económica son algo inferiores y su endeudamiento mayor, al tratarse de empresas de sectores fuertemente intensivos en capital, pero su mayor poder de mercado las permite obtener financiación ajena con costes aparentes más bajos, lo que motiva apalancamiento amplificador y una rentabilidad financiera muy superior a la del agregado amplio. Por otra parte, los últimos meses confirman sus mejores resultados respecto del ejercicio anterior, con una mayor rentabilidad económica, un menor endeudamiento y un menor coste aparente de la financiación, y un significativo apalancamiento financiero amplificador que eleva su rentabilidad de los recursos propios, antes de impuestos, hasta el 11,3 por ciento. Es evidente que la cobertura de estas principales empresas en términos de macromagnitudes (18,1 por ciento del total nacional) las hace ser indicadores anticipados de la coyuntura del sector empresarial, pero no es menos evidente que la generalidad de las empresas españolas difícilmente alcanzarán sus cifras de rentabilidad, por mucho que sea el crecimiento de la economía española durante los próximos meses. El gráfico núm. 2 muestra la comparación de las líneas de tendencia de ambas bases, para facilitar la observación tanto de la mejora en la situación de las empresas de la Central Anual desde 1993, como del sesgo optimista que introducen sobre ellas las de la Central Trimestral.

Al objeto de profundizar algo más en la situación de las empresas españolas según sus estratos de tamaño, los datos de la propia Central Anual nos permiten una somera segmentación de sus empresas en tres estratos de dimensión: empresas pequeñas, de hasta 100 trabajadores, medianas, de entre 100 y 500 trabajadores, y grandes, de más de 500; con arreglo a los cuales se han dibujado los diversos

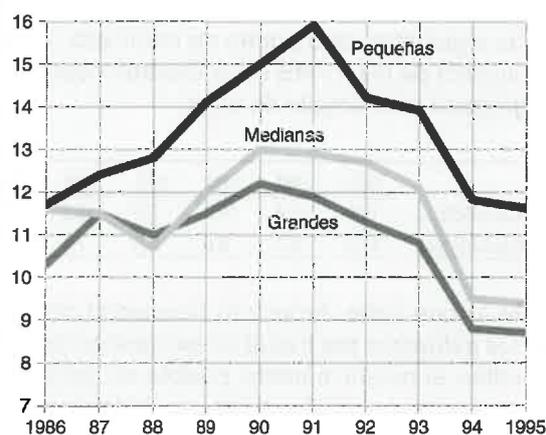
GRÁFICO NÚM. 2



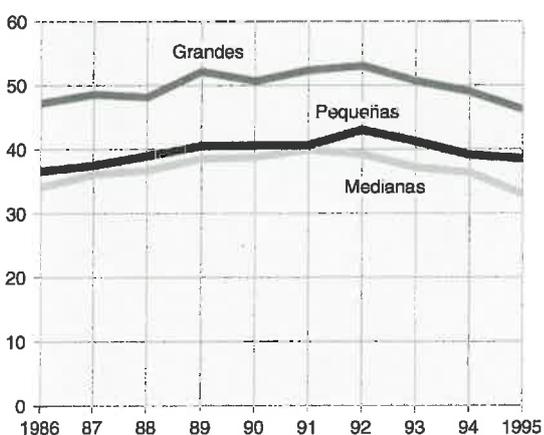
Fuente: Central de Balances Anual y Central de Balances Trimestral, Banco de España.

GRÁFICO NÚM. 3  
ROI

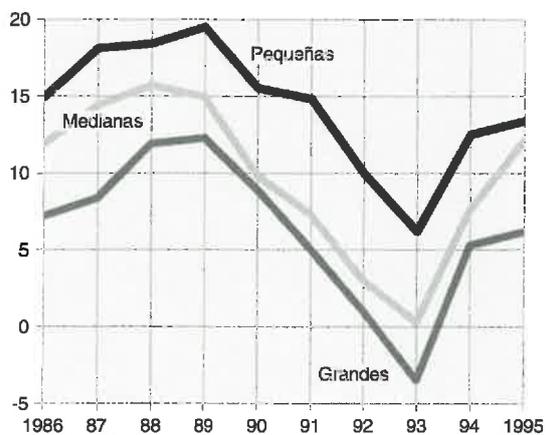
Fuente: Central de Balances del Banco de España.

GRÁFICO NÚM. 4  
COSTE DE FINANCIACIÓN

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

GRÁFICO NÚM. 5  
ENDEUDAMIENTO

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

GRÁFICO NÚM. 6  
ROE

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

componentes de la rentabilidad en los gráficos del 3 al 6. La rentabilidad económica (ROI) evidencia que las medianas ofrecen cifras permanentemente mayores, probablemente por la mayor rotación de sus menores inmovilizados, ya que su poder de mercado y sus márgenes económicos tienden a ser inferiores a los de las grandes empresas. El coste aparente de la financiación pone de manifiesto la relación inversa de la prima de riesgo con la dimensión de la empresa prestataria, y sintetiza las dificultades de acceso directo a los mercados y la dependencia de la financiación a corto de las pequeñas empresas, lo que encarece sus cargas financieras respecto de las medianas y grandes. A ese respecto, las líneas de tendencia del endeudamiento muestran cómo las pequeñas empresas están más endeudadas aún que las medianas y que dichas deudas tienen una mayor resistencia a la baja, como posible consecuencia de su dependencia del corto

plazo y de su cuantía relativamente constante, aunque sujeta a permanentes renovaciones. Finalmente, la rentabilidad financiera (ROE) también confirma la mejor posición durante todo el intervalo de las cifras significativas y superiores a las de las medianas y grandes.

En definitiva, las empresas españolas de los agregados de la Central de Balances muestran una situación de mejora generalizada en la mayoría de sus indicadores, que nos hace ser optimistas acerca de su evolución durante los próximos meses. Ahora bien, y para concluir, dejemos una vez más constancia de que esa situación no es extrapolable a la totalidad del sector empresarial español, recurriendo para ello a los datos que la propia Central recoge de los Registros Mercantiles y a la aproximación al ROE que se realiza sobre ellos. Si comparamos la

aproximación a la rentabilidad financiera de estas empresas, de menos de 100 trabajadores, con el correspondiente estrato de dimensión de la Central de Balances Anual, nos encontraremos con las diferencias siguientes, que ponen de manifiesto el sesgo optimista de las PYME de la Central respecto de un agregado más amplio de ellas:

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
ROE de la CBBE .....	15,5	14,8	10,0	6,2	12,5	13,4
ROE de los RR.MM..	14,4	9,7	5,0	3,0	7,4	9,7

De lo que cabe deducir la necesidad de continuar los esfuerzos por incluir en los bancos de datos existentes el mayor número posible de empresas, para aumentar su significatividad en todos los estratos de tamaño, o procurar el desarrollo y mantenimiento de alguno que tenga representatividad esta-

dística del colectivo de PYME, en su mayor parte desconocido para los analistas pero fundamental para la renovación permanente del tejido empresarial y la generación de empleo en la economía española.

#### NOTA

(1) Como apoyo de esta percepción puede verse la comparación que se hace con el banco de datos del Instituto de Estudios Fiscales, fundamentado en las fuentes de información tributaria y que incluye más de 400.000 empresas para el año 1992, en MAROTO, J.A. (1996): "La estructura económico-financiera de las PYME españolas y sus fuentes de financiación", *Informe Anual. La pequeña y mediana empresa en España. 1995*, IMPI, Madrid, págs. 93-141.

## LA APERTURA A LA COMPETENCIA DEL SECTOR ELÉCTRICO

---

*Pilar Sánchez Núñez (1)*  
*Tribunal de Defensa de la Competencia*

### I. INTRODUCCIÓN

---

Dentro de la tendencia internacional sobre liberalización y desregulación de sectores que han operado tradicionalmente bajo fuertes regulaciones, el sector eléctrico no ha sido una excepción. El suministro de energía eléctrica, que durante mucho tiempo se ha configurado como un monopolio natural, al menos en alguna de sus fases, ha experimentado ciertos cambios en las últimas décadas que han llevado al planteamiento de que era posible suministrar este bien o servicio, algo aún en discusión, de forma más eficiente con la introducción de competencia, permitiendo que los agentes que en él operan se comporten en base a las señales que el mercado pueda emitir.

En este entorno se aprueba, en diciembre de 1994, la Ley de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional (LOSEN). Esta Ley, bastante controvertida, si bien es cierto que por sí misma no supone un cambio del modelo (el modelo actual podría perpetuarse incluso con esta Ley), no es menos cierto que posibilita todos aquellos cambios que quieran introducirse con la intención de configurar un modelo más competitivo de generación y suministro de energía eléctrica.

El mayor problema que ha sufrido la LOSEN está en que dos años después de su promulgación aún no ha sido desarrollada (a excepción de la creación de la Comisión del Sistema Eléctrico Nacional). En efecto, el modelo bajo el que actualmente se opera es idéntico al existente antes de su aprobación, ya que no se ha elaborado ninguna norma que desarrolle el espíritu de introducción de competencia que marca la LOSEN. Por este motivo, es de celebrar la firma el 11 de diciembre del actual Protocolo, consensuado por la Administración y por las empresas del sector, ya que sin duda alguna se pondrá así fin a la "moratoria" que se ha producido durante los dos últimos años en cuanto al desarrollo de un nuevo modelo. El Protocolo, además, asume la LOSEN como punto de partida en el que se basa este documento, cerrando así las puertas a las especulaciones sobre una nueva ley, que lo que provocaría sería más retrasos en el cambio de mo-

delo de este sector, y por lo tanto en la introducción de competencia.

### II. LAS POSIBILIDADES DE INTRODUCIR COMPETENCIA EN ESTE SECTOR

---

Ha sido habitual, por parte de los que abogaban por la continuidad del sistema, el recurso a las características estructurales del sector eléctrico, en concreto a su condición de monopolio natural (cuando no a su carácter estratégico), para justificar la imposibilidad de que este mercado pudiese funcionar bajo un modelo competitivo. Para cuestionar la veracidad de estos argumentos es imprescindible estudiar por separado cada una de las actividades que comprende este sector, ya que cada de ellas presenta características técnicas y económicas distintas y por lo tanto el modelo de funcionamiento y regulación no puede ser el mismo.

Las actividades que comprende el suministro de energía eléctrica son básicamente tres: la generación, el transporte y la distribución. La distribución puede aun dividirse en una más: la comercialización. Todas ellas tradicionalmente se han configurado como actividades con características de monopolio natural, condición que puede verse modificada tanto por cambios en la demanda (incrementos que posibilitan la aparición de más agentes para prestar el servicio en condiciones económicamente rentables), como por cambios en la oferta (cambios tecnológicos que eliminan las economías de escala que dieron lugar al monopolio natural). En el caso del transporte y la distribución de energía eléctrica no ha habido, de momento, ningún cambio que modifique esta condición, ambas continúan siendo monopolio natural, lo que no quiere decir tampoco que la propiedad, y sobre todo el uso de estas redes, tenga que ser exclusivamente de una sola empresa(2). En este caso la regulación no puede fomentar la existencia de competencia en estas actividades, pero sí puede evitar, y de eso es de lo que se trata, que estas características se traduzcan en barreras de entrada al sector. En cuanto a la generación, no cabe ninguna duda de que pueden diseñarse mecanismos que favorezcan la competencia en el desa-

rollo de esta actividad, no sólo porque con las nuevas tecnologías desaparecen las ventajas de las economías de escala, (las centrales de ciclo combinado de gas no precisan de grandes capacidades para su viabilidad), sino porque además una cosa es que la central de generación de una determinada tecnología presente economías de escala, y otra, que las distintas centrales no puedan competir entre sí en la oferta de generación eléctrica.

Si se quiere que el mercado de la energía eléctrica actúe como un mercado en competencia hay que asegurarse de que la estructura y la regulación del mismo eviten las barreras de entrada y garanticen la libre instalación de nuevos agentes en el mercado. Una primera condición necesaria para que exista competencia en una industria como ésta es la garantía de un *acceso indiscriminado a las redes de transporte y distribución* que permitan la conexión entre los oferentes y los demandantes, de tal forma que estos últimos puedan cambiar de proveedor cuando encuentren mejores condiciones en la oferta, y es obligación del regulador garantizar dicho acceso.

Una vez asegurado el acceso a las redes la segunda condición necesaria es la *existencia de suficientes oferentes y demandantes*, que aseguren que el juego de la competencia realmente funciona. Por el lado de la demanda no hay ningún problema, pero si puede haberlo por el lado de la oferta si ésta se concentra alrededor de un número demasiado reducido de generadores. En el límite podríamos plantearnos la siguiente pregunta: ¿de qué serviría el tener varios distribuidores para elegir y tener asegurado el acceso a las redes de transporte y distribución si sólo hay un oferente en el mercado al que recurrir?

Por último, una tercera condición para asegurar un modelo competitivo es la separación jurídica y contable de las distintas actividades que se desarrollan en el sector, es decir la *desintegración vertical de las actividades de generación, transporte y distribución*. El objetivo de esta medida es imposibilitar la existencia de subsidios cruzados entre las distintas actividades, distorsionando los precios de estas actividades y enviando así señales equívocas, de forma que el parámetro precio perdería sus características informativas.

### III. EL MODELO ACTUAL

El suministro de energía eléctrica se ha caracterizado en España por haber sido prestado mayoritariamente por el sector privado, a diferencia de otros países que optaron por la constitución de un monopolio público que desempeñara la producción de este

bien. En un principio las empresas estaban, en su mayoría, integradas verticalmente: generaban, transportaban y distribuían hasta el consumidor final. Cada empresa llevaba a cabo sus decisiones de generación y los intercambios de energía entre empresas excedentarias y deficitarias se hacían mediante contratos bilaterales privados, dentro del marco regulatorio existente y bajo las directrices de UNESA. El encargado de asegurar el suministro a todos los mercados y evitar situaciones de desabastecimiento era UNESA, a través del RECA, cuya única función era la de coordinar las producciones.

En 1984 se nacionaliza la Red de Alta Tensión y la explotación del sistema pasa a hacerse de forma unificada. Esto supuso de hecho una cierta desintegración vertical, ya que a partir de entonces Red Eléctrica de España (REE) asume la titularidad de la red y las funciones de la explotación unificada. El objetivo fundamental estaba en minimizar los costes variables de generación, asegurándose de que las centrales que entraban en producción fuesen siempre las más eficientes del sistema. Esto origina un desequilibrio entre la generación de cada empresa y su demanda, desequilibrio que queda resuelto a través del *pool*, mercado ficticio en el que concurren los subsistemas deficitarios y los excedentarios para cubrir sus demandas con la energía más barata posible del sistema (teniendo en cuenta las directrices de política energética). Paralelamente se diseñó un sistema de compensaciones y liquidaciones, ya que mientras que la facturación de cada mercado la realiza la empresa que opera en él, en la mayoría de los casos no es esta empresa la que ha generado la energía que se consume, y por lo tanto hay que distribuir esta facturación entre las empresas que han satisfecho esa demanda. Existe además un sistema de reconocimiento de costes que posibilita que las centrales que no generan, porque así lo decide el programa de explotación unificada, puedan cubrir sus costes fijos. Junto con este sistema de funcionamiento se llevó a cabo, en 1987, una fuerte reestructuración de activos, cuyo objetivo era obtener el equilibrio financiero de las empresas. En efecto, aspectos como la moratoria nuclear, los elevados tipos de interés internacionales y los fallos en la estimación de las demandas, que originaron excesos de inversión en nueva capacidad de generación, provocaron serios problemas financieros en las empresas eléctricas. Este intercambio de activos, junto con el sistema de reconocimientos de costes y su sistema de recuperación, que es lo que se conoce como Marco Legal Estable (MLE), supuso, y sobre eso parece que existe un amplio consenso, un respiro financiero para las empresas.

Con este modelo se ha venido funcionando hasta el momento, y si bien es cierto que el sistema de explotación unificada supuso ganancias de eficien-

cia, éstas no se han visto trasladadas al consumidor. La tarifa eléctrica ha venido aumentando año tras año, hasta el actual, en que por primera vez se han aplicado las tarifas del año anterior, a instancias de la CSEN. El que ahora nos estamos planteando un nuevo modelo, no es sólo porque estemos dentro de una corriente internacional que así lo está demandando, sino porque los consumidores (básicamente los consumidores industriales) exigen la posibilidad de adquirir este factor de producción en un mercado con libertad de elección, al igual que adquieren el resto de sus factores. Ello es así, en parte, porque las tarifas de la energía eléctrica resultan superiores a las esperadas en un sistema en competencia.

#### IV. EL MODELO QUE PLANTEA EL PROTOCOLO

El Protocolo aunque en sí mismo no es más que una declaración de intenciones, ya que no se trata de una norma legal, establece las bases y la filosofía de funcionamiento del sector que posteriormente se desarrollará a través de los reglamentos y normas legales pertinentes. Y por lo tanto, en base a este documento, se puede derivar el modelo bajo el que en un futuro operará el sector eléctrico. A continuación se describen los aspectos de este documento que suponen un cambio cualitativo con respecto al modelo actual.

##### IV.1. La Actividad de Generación

La LOSEN establece que la adjudicación de la nueva instalación de generación será resuelta preferentemente mediante concurso. En el Protocolo, por el contrario, se declara la libertad de instalación para los nuevos grupos de generación. El Ministerio de Industria y Energía se reserva también la posibilidad de establecer medidas adicionales a la retribución por garantía de potencia para garantizar la seguridad del suministro a largo plazo. Es de esperar que si el modelo funciona según lo previsto no sea necesario poner en marcha esta medida, ya que la información que transmitirá el nuevo *pool* determinará la potencia necesaria a instalar.

La explotación del sistema será llevada a cabo por el Operador del Mercado (OM), entidad que se constituirá a partir de REE pero separada jurídicamente de ella y que gestionará el sistema de ofertas al *pool*. El *pool* no es más que un mercado ficticio de energía donde concurren las empresas oferentes y demandantes. La formación de precios de este mercado se realiza por tramos horarios, de tal forma que se garantiza que en cada tramo horario la energía que se está produciendo sea la más barata (con las restricciones de política energética que existan en

ese momento), ya que las centrales que comienzan a generar son las de menor coste marginal y después van entrando las demás según un orden de mérito (orden creciente de costes marginales) hasta igualar la demanda. Técnicamente no hay diferencias con la forma de generar energía según el *pool* actual, (generan las más eficientes) pero si existen dos diferencias fundamentales. La primera es que en la actualidad es el gestor de la explotación unificada el que, en base a unos costes estándares de funcionamiento de cada central, decide cuales generan, mientras que en el nuevo modelo será el propietario de cada central el que ofrezca un precio y una cantidad a ese mercado ficticio, y en base a esas ofertas el OM coordinará la generación.

La segunda diferencia fundamental entre el sistema actual y el del nuevo modelo es la fijación del precio del *pool*. En el primero, el precio final de la energía en el *pool* es un precio medio de toda la energía que se ha generado en este mercado, mientras que en el sistema propuesto toda la energía que concurre a este mercado será liquidada según el coste de la última unidad de generación necesaria para satisfacer la demanda.

Por último, con respecto a la generación, en el protocolo se señala, como no podía ser de otra manera dado que, a partir del 1 de enero de 1998 entrará en funcionamiento el nuevo sistema de ofertas al *pool* que acabamos de describir, que a partir de la misma fecha también existirá libertad de abastecimiento. De todos modos esta cuestión estará condicionada a lo que disponga el Plan de Futuro de la Minería del Carbón y Desarrollo de las Comarcas Mineras, así como del acceso real al suministro de gas natural.

##### IV.2. El transporte

Se crea la figura del Operador del Sistema (OS), que recae en REE, quien conserva también la gestión del Transporte. Con respecto al desarrollo de estas dos actividades, dado que su separación no es técnicamente posible se le exige, a cambio, la separación contable de dichas actividades. El nuevo modelo garantiza que tanto las distribuidoras-comercializadoras, como las comercializadoras y los clientes con capacidad de elegir podrán acceder a la red. Las cuestiones pendientes en este punto son la de como remunerar la actividad del transporte y la del OS, por un lado, y la determinación del peaje de acceso a la red, por el otro.

En cuanto a la primera cuestión la actividad de REE como OS tendrá un coste reconocido, y presumiblemente fijo, la actividad de transporte se retribuirá según los costes reconocidos de inversión y

operación y mantenimiento, y su actualización seguirá la fórmula del IPC-X, donde el X de momento se ha fijado en 1.

Con respecto a la segunda cuestión el precio de acceso se fijará en términos de pesetas por kilovatio transportado, y éste será determinado en un futuro. El precio de este acceso será clave para que el sistema realmente opere en competencia, ya que si éste se fija demasiado alto se corre el riesgo de que las comercializadoras y los grandes clientes no encuentren ninguna ventaja en el nuevo modelo, constituyéndose así este precio como una barrera de entrada no legal, pero sí de hecho.

#### IV.3. La distribución y la comercialización

Con respecto a este punto señalemos que el concepto de la comercializadora y la creación de esta nueva figura se introducen ya en la LOSEN, aunque sea sólo a través de una disposición, y el nuevo modelo se configura ya de hecho con la existencia de estos agentes. La figura de la comercializadora no es más que un agente intermedio entre la distribuidora y el consumidor final, que no necesariamente tiene medios de generación ni de distribución, pero que concentra una demanda determinada y a la que suministra la energía eléctrica. En la Ley se define la comercialización como la venta y actuaciones relativas a la medición de consumos, facturación, cobro y demás aspectos relacionados con el uso final de la energía eléctrica. El consumidor podrá contratar este servicio bien con la distribuidora, bien con la comercializadora o si es un gran consumidor directamente en el *pool*. La comercializadoras se configuran como operadores que en un futuro no muy lejano ofertarán conjuntamente los suministros de electricidad, gas, agua, telecomunicaciones, etc., y su principal activo está en poder ofertar un solo contrato para varios servicios, así como el poder de negociación que detentarían ante los distribuidores, al concentrar una demanda elevada.

Puesto que la comercializadora no tiene por qué tener medios propios de distribución, en el Protocolo les asegura el acceso a los mismos mediante el pago por el uso de esa infraestructura. De nuevo la determinación de la cantidad a pagar será clave para que las comercializadoras puedan realmente operar.

En cuanto a la separación jurídica de los negocios de generación y distribución, para lo que la LOSEN concede un período máximo que acaba en el año 2000, en el Protocolo la administración se compromete a no exigir el cumplimiento de este requisito antes de esa fecha.

#### IV.4. La posibilidad de elección de los consumidores

La consecuencia inmediata de este nuevo modelo para los consumidores de energía eléctrica es la posibilidad de elegir con quien contratar la adquisición de energía eléctrica, lo que implica la posibilidad de negociación en el precio, al menos para un conjunto de consumidores. Y una vez que el sistema se abre para los grandes consumidores la extensión del modelo al resto de consumidores es sólo cuestión de tiempo. En el caso de Inglaterra, en 1990 se les dio la posibilidad de elegir suministrador a las consumidoras con una demanda superior a los 100 Mw. En 1997 esta posibilidad llegará a todos los consumidores.

De momento está previsto que las distribuidoras-comercializadoras, las comercializadoras y los clientes con consumo superior a 20 Gwh al año puedan contratar el suministro de energía eléctrica al valor integrado de la energía (VIE)(3) o mediante contratos por diferencias. Los contratos por diferencias consisten en que el generador le asegura un precio al comprador, si al final el precio resultante en el *pool*, esto es, el VIE, es superior al del contrato entonces el generador compensará al comprador por la diferencia, en todo o en parte. También puede establecerse el contrato de doble dirección, en el que el comprador compensará al generador si el VIE es inferior al pactado en el contrato.

#### V. LOS COSTES VARADOS, HUNDIDOS O ENCALLADOS

De todos los temas que se han abordado en los últimos meses para la elaboración del nuevo modelo del sector eléctrico y lograr el consenso de todos los agentes implicados, el de los costes hundidos ha sido sin duda el más controvertido, dejando a un lado el tema de la minería. El problema fundamental no estaba en que éstos fueran o no reconocidos, nadie pone en duda la existencia de estos costes, sino en la magnitud de los mismos que debía ser reconocida.

Comencemos por ver qué son los costes hundidos, cómo podrían calcularse y por qué hay que reconocerlos de forma explícita y pagarlo con coste a la tarifa.

Dentro del MLE el sistema de reconocimiento de costes fijos se determinó en base a dos partidas: la amortización y la retribución. En 1987 se calcularon todos y cada uno de los costes de generación central por central, determinando cual era el Valor Actualizado Bruto y el Valor Actualizado Neto (el capital invertido pendiente de recuperar). Estos valores de-

nominados "valores estándares" y que habían de ser determinados en base al artículo 3.4 del R.D. 1538/1987 de 11 de diciembre, fueron publicados en el B.O.E. el 31 de diciembre de 1987, mediante orden ministerial de 29 de diciembre. En esta orden se disponía también el método de actualización de dichos valores y la forma de amortización y retribución de los mismos. Para su actualización se agruparon las centrales en dos categorías, las que habían entrado en funcionamiento con anterioridad a 1984, a las que su valor se actualizaba según el IPC, y las que lo habían hecho con posterioridad a 1984 y se actualizaban según el IPC y el IPRI. Estos métodos pasarían, por orden ministerial de 3 de diciembre de 1993, a ser uno sólo, de forma que ahora el valor de todas las centrales se actualiza de la misma forma, según la media del IPC y del IPRI.

Anualmente, una vez actualizado el valor de cada central, se reconoce la parte destinada a amortización (en el caso de las centrales térmicas se consideraba un período de vida útil de 25 años y en el caso de las centrales hidráulicas 65 años) y la parte destinada a retribución. La retribución se calcula aplicando a la inversión no amortizada una tasa de retribución que a su vez depende del IPC, IPRI y de una tasa monetaria. Esta última variable que inicialmente, según el R.D. 1538/1987, "se calcula sobre la base de un tipo de interés monetario, que sea un indicador adecuado a la previsión de los precios en los mercados de capitales en los que se desenvuelve el sector y el coste de oportunidad de los fondos invertidos en el sector eléctrico", posteriormente en la orden citada de diciembre de 1993 también sufrió modificaciones indicándose que: "...A los efectos de determinación de los precios del dinero en los mercados de capitales en los que se desenvuelve el sector, se tomará la mejor previsión de los tipos de interés en el mercado interbancario, de los tipos preferenciales de las obligaciones y bonos del Estado relevantes en plazo característicos, así como de otros tipos de interés significativos para la financiación del sector".

En resumen, la tasa monetaria constituye una "variable de ajuste" a la hora de calcular los costes de retribución en la generación eléctrica, de forma que variaciones en décimas de la tasa monetaria alteran en un orden de magnitud de miles de millones los ingresos del sector, lo que significa que la falta de un criterio fijo y definido de cálculo de la tasa monetaria origina un alto grado de incertidumbre y discrecionalidad en el funcionamiento del sistema.

Tanto la amortización como la retribución son satisfechas en su totalidad por medio de la tarifa eléctrica, el problema que ahora se plantea es que tal y como se determina el precio de la energía del *pool*, éste no será suficiente para cubrir estos cos-

tes. En resumen, los costes varados son aquellas inversiones que aún no han sido recuperadas y que con el nuevo modelo eléctrico que plantea el Protocolo no podrían serlo nunca y ello porque los costes medios de generación que presentan las nuevas tecnologías son inferiores a los costes medios de generación de la potencia instalada, de forma que si no se establece algún mecanismo de regulación el mercado determinará que sea esta nueva tecnología la que se instale, abandonando una gran parte de la que actualmente funciona. El hecho es que puesto que su recuperación no es posible es un mercado de generación competitivo se ha considerado la necesidad de que estos costes puedan seguir siendo recuperados con cargo a la tarifa. El problema que se plantea en este caso es el de identificar estos costes, a qué cantidad ascienden y qué mecanismo se determina para su recuperación.

El cuadro núm. 1 contiene un ejemplo muy simple que trata de reflejar la problemática anteriormente señalada. Sean cuatro centrales, A, B, C y D, a las que según la metodología actual del MLE se les reconoce para el año  $t$ , en concepto de amortización y retribución 200 u.m. y que denominamos costes fijos. Supongamos que en este año  $t$  entra en funcionamiento el modelo del Protocolo y cada una de estas centrales ofrece al *pool* un precio  $P_0$  y una cantidad ( $Q_0$ ). La demanda de energía eléctrica es 400 Kwh. El gráfico núm. 1 representa la oferta y demanda del ejemplo, y así el precio del *pool* será aquel en el que se cortan las curvas de oferta y demanda, éste es, en el ejemplo, 6 ptas/Kwh.

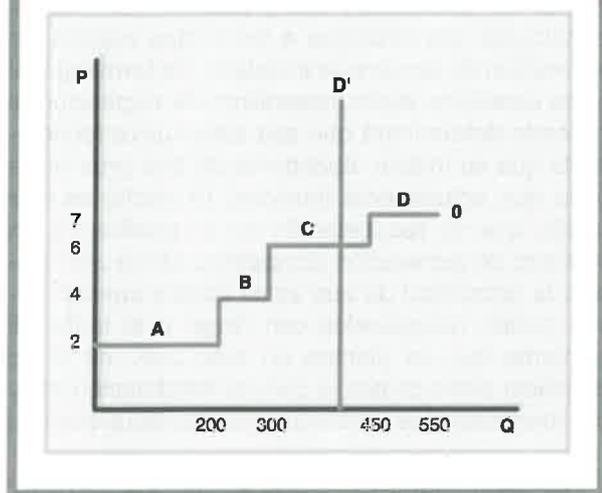
El resultado será por tanto que para satisfacer la demanda las centrales A, B y C entrarán en producción. La central A produce 200, la B produce 100 y la C produce otros 100. El resultado será que con los ingresos procedentes del *pool*, la central A cubre todos sus costes, fijos y variables y obtiene unos beneficios de 600 u.m., la central B ha cubierto la totalidad de sus costes, aunque su beneficio es cero, la central C sólo ha podido cubrir sus costes variables (es la última central que ha entrado para cubrir la demanda, esto es, la más ineficiente de las tres) de forma que incurre en unas pérdidas de 200 u.m., las mismas que la central D que no ha entrado en producción. Para evitar estas pérdidas la central C tendría que haber ofertado al *pool* a un precio de

CUADRO NÚM. 1  
EJEMPLO DE FUNCIONAMIENTO DEL *POOL*

Central	$P_0$	$Q_0$	Costes fijos(1)	Costes variables(2)	Ingresos(3)	IG(3)/(1)(2)
A	2	200	200	400	1.200	600
B	4	100	200	400	600	0
C	6	150	200	600	600	-200
D	7	100	200	0	0	-200

Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO NÚM. 1  
FORMACIÓN DE LA CURVA  
DE OFERTA DEL POOL



8 u.m., pero en este caso la última central seleccionada habría sido la D que oferta a 7 u.m., de forma que sus costes fijos seguiría sin recuperarlos, al igual que D.

El hecho relevante es que el nuevo sistema de funcionamiento del *pool* no asegura la recuperación de todas las inversiones que aún están pendientes de amortizar, ya que como hemos señalado las nuevas centrales que podrán instalarse, con menores costes medios, desplazarían a las ya existentes.

Para evitar esta situación surge la idea de lo que algunos han llamado "los costes de transición a la competencia", y que según el Protocolo comprenden además de los costes asociados a la moratoria nuclear, al *status* de combustible nuclear y sus residuos y a los compromisos con la minería del carbón, los "compromisos regulatorios del período de transición" o retribución fija según la última versión del Protocolo. Esto es, se trata de que durante una serie de años el sistema eléctrico en su conjunto compense, a las empresas propietarias de esos activos, por los costes que el mercado no reconoce.

Asumida la existencia de estos costes el problema siguiente es el de su identificación. Para ello hay que tener presente la realidad del parque de generación del que dispone el sector eléctrico español. Se trata de un parque muy diversificado lo que hace que los costes de generación de cada una de las energías que se vierten al sistema sean muy distintas, de forma que en un sistema de competencia algunas centrales, que tienen el coste variable medio muy bajo, obtendrían beneficios considerables mientras que otras no resultarían viables en absoluto, al menos hasta que vean sus inversiones amortizadas.

Sobre este punto el Protocolo establece que el MINER presentará a la consideración del Gobierno un R.D. en el que a las empresas titulares de las instalaciones de generación existentes antes del 31 de diciembre de 1997, se les garantice la cuantía a percibir en concepto de compromiso regulatorio. La recuperación será variable, ya que se liga a la evolución del mercado de la generación y de las tarifas eléctricas. Se podrá efectuar durante un período de 12 años y la cantidad que, transcurrido ese plazo, no se haya recuperado se considerará no recuperable.

El importe, que inicialmente se planteó en torno a los 3 billones y luego se bajó hasta 2,4 millones, finalmente se ha fijado en 1,988 billones de pesetas, considerada como una cantidad máxima, y revisable en el año 2001. Esta cifra obedece, según el Protocolo a la diferencia entre el V.A.N. de la retribución de generación prevista en el R.D. 1538/87 y el V.A.N. de la retribución que las empresas obtendrán con el nuevo modelo y que se ha establecido a partir de un precio de 6 ptas/Kwh. Para las centrales que consuman carbón nacional ese precio será como máximo de 5 ptas/Kwh. A las cantidades así calculadas se les deduce un factor de eficiencia y ajuste del 20%.

El procedimiento de cálculo de estos costes no ha sido detallado en el Protocolo, y el que aquí se presenta no pasa de ser un ensayo, en base a la interpretación que se deriva del mismo.

Para este cálculo se precisa de ciertos supuestos tales como la evolución futura de los precios del *pool*, la evolución del IPC y del IPRI, la evolución de los tipos de interés, las variaciones de la demanda y los costes de las materias primas. Lo primero que hay que calcular es el nivel de la inversión que aún está pendiente de amortizar, que se obtiene por la aplicación del MLE, y que para 1997 se representa en el cuadro núm. 2, desagregadas por tecnologías.

El cálculo de la otra variable, el V.A.N. que es recuperable a través del funcionamiento del nuevo modelo y que hay que descontar al calculado según

CUADRO NÚM.2

	AMORTIZACIÓN	RETRIBUCIÓN (97)	V.A.N. (97)	V.A.B.(97)
Hidráulica.....	53.684	81.499	1.516.618	3.489.453
Nuclear .....	183.322	133.850	2.395.672	4.583.052
Carbón N .....	41.599	22.234	386.803	1.039.960
Carbón I .....	15.197	11.873	213.570	379.938
Lignito .....	44.902	16.096	265.229	1.122.542
Fuel.....	10.401	1.235	13.464	260.020
Gas .....	2.766	1.146	19.315	69.150
TOTAL .....	351.871	267.933	4.810.671	10.944.115

Fuente: Elaboración propia (bajo supuestos sobre el IPC de 1996 y 1997 de 3,5% y 3,0% respectivamente, del 0,8% y 2,0% para el IPRI y aplicando una tasa monetaria del 7,7% para 1997).

CUADRO NÚM. 3

	GENERACIÓN (Gwh)	PRECIO POOL (Ptas/kwh)	CVMe (Ptas/kwh)	INGRESOS VÍA POOL (Mil. pts.)	(*) CF RECONOCIDOS VÍA POOL (Mil. pts.)
Hidráulica.....	22.487	6	0	134.922	134.922
Nuclear .....	56.420	6	1-1,5	338.523	253.890
Carbón N .....	33.253	6	5-6	199.522	0
Carbón I.....	9.310	6	2,5-3	55.864	27.930
Lignito.....	23.626	6	4-4,5	141.756	35.439
Fuel.....	2.629	6	4-5,5	15.774	1.315
Gas .....	173	6	5	1.042	173
<b>TOTAL.....</b>	<b>147.901</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>887.409</b>	<b>453.670</b>

Supuestos:

— Demanda y estructura de generación de 1995. Fuente: REE

— Coste variable medio: CVMe, Intervalo de costes estándares reconocidos actualmente para cada tecnología. Se ha considerado el límite superior.

— Precio del Pool: 6 Ptas/Kwh.

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO NÚM. 4  
EJERCICIO DE SIMULACIÓN DE COSTES HUNDIDOS

Escenario	Años capitalización	Tipo interés	Importe total	Compromiso regulatorio
I	10	7%	326.810	261.449
		9%	393.299	314.640
		10%	430.908	344.727
		12%	515.986	412.790
II	15	7%	458.368	366.695
		9%	605.140	484.112
		10%	693.982	555.186
		12%	909.345	727.476
III	25	7%	.901.681	721.344
		9%	1.432.586	1.146.069
		10%	1.800.013	1.440.010
		12%	2.824.288	2.259.430
		11%	2.257.007	1.805.606

Fuente: Elaboración propia.

el MLE, implica mayores supuestos, como son la evolución de los precios internacionales de las materias primas, los incrementos de demanda, la evolución de los precios resultantes del nuevo sistema de ofertas al *pool*, etc. Una estimación de estos costes, con los correspondientes supuestos se recoge en el cuadro núm. 3.

Si en 1997 se produjeran los supuestos señalados tendríamos que a través del *pool* se cubrirían los costes fijos de toda las instalaciones hidráulicas, el 80% de los correspondientes a las nucleares, una parte muy pequeña de los de las centrales de Fuel, Gas y Lignito y ninguno en el caso de las centrales de carbón nacional. En resumen, de los 887.409 millones que se ingresarían a través del *pool*, 433.739 millones cubrirían los costes variables y 453.670 millones de pesetas se destinarían a cubrir los costes fijos, pero aún quedarían pendientes unos 166.134 millones sin recuperar (con respecto a los que se recuperarían con el MLE.) Esta cifra corresponde al año 1997 de forma que el valor actual de las cantidades no recuperadas en los

próximos años dependerá del horizonte temporal que se suponga y del tipo de interés que se considere. El cuadro núm. 4 reúne una serie de escenarios que combinan distintos valores de las dos variables mencionadas. El compromiso regulatorio es el resultado de aplicar el coeficiente de eficiencia del 80%, mencionado en el Protocolo, al importe total de los costes estimados.

En lugar de capitalizar la cantidad no recuperada durante un año, se podrían proyectar los mismos cálculos realizados, y una vez obtenida la cifra final determinar el número de años necesarios para amortizar esta cantidad teniendo en cuenta las reducciones de tarifas par los próximos años, aceptadas en el Protocolo.

Al margen del ejercicio de simulación realizado en el cuadro anterior, el Protocolo, aprobado en el Consejo de Ministros del jueves 5 de diciembre, ha fijado estos costes en 1.988 millones de pesetas, cantidad que tendrá que ser confirmada mediante R.D. a lo largo del próximo año. El paso siguiente, una vez determinada esta cuantía es determinar como se traslada a la tarifa eléctrica.

Para el período comprendido entre el 1 de enero de 1998 y el 31 de diciembre del 2001 se garantizará un precio de generación de energía eléctrica de 6 ptas/Kwh. Si el valor medio anual derivado del sistema de ofertas descrito supera esta cantidad, entonces la diferencia se deducirá del compromiso regulatorio pendiente. En la misma línea de control del compromiso regulatorio, éste debería ser revisado si el precio de las materias primas sufriera, en un futuro, alguna variación a la baja, (gas natural, fuel,..), y además esta revisión debería ser central por central, ya que garantizar un precio uniforme de 6 Ptas/kwh resultaría discriminatorio.

Este compromiso regulatorio tendrá que compatibilizarse con la evolución prevista de las tarifas,

que será de un descenso del 2% para 1998 y del 1% para el resto de ejercicios.

## VI. EFECTOS PREVISIBLES DE LA APLICACIÓN DEL MODELO AL SISTEMA ELÉCTRICO ESPAÑOL

El modelo presentado en el Protocolo tiene su precedente en el modelo Inglés. Con respecto a los resultados esperables en el mercado eléctrico español tras su implantación pueden originarse algunos efectos no deseables. Sin embargo, no puede decirse que estos fallos sean intrínsecos al modelo, sino a la situación de partida, esto es, a la estructura que el sector presenta en la actualidad. Para analizar algunos de estos efectos comencemos por resumir brevemente tanto las características básicas del modelo como la estructura del sector.

Estas características, que constituyen la esencia de este modelo, las definimos como:

(1) Libre instalación de la nueva generación.

(2) Competencia en generación, articulada a través del *pool*.

(3) Acceso garantizado a las redes de transporte y distribución de terceros ajenos a su propiedad.

(4) Libertad de los consumidores para elegir suministrador.

Y en cuanto a la estructura del sector en España nos encontramos con:

(a) Exceso de capacidad de generación instalada.

(b) Elevada concentración empresarial en la fase de generación.

(c) Titularidad compartida de parte de la generación existente.

(d) Escasa capacidad de interconexión con otros sistemas eléctricos próximos.

De forma que cada una de estas características estructurales va a condicionar los resultados previsibles de una o varias de las premisas del modelo. Así, la (a) hará que el efecto de (1) sea menor que el esperado por el modelo, la (b) incidirá también en (1) y especialmente en (2), en la que también se verán los efectos de (c) y las innovaciones del modelo (3) y (4) tendrán que enfrentarse a la realidad marcada por la característica (d).

Comentemos cada una de ellas por separado.

### VI.1. Libre instalación en nueva generación

La efectividad de esta medida puede verse seriamente mermada por el hecho del exceso de capacidad de generación existente, que obviamente otorga una posición de dominio a sus titulares y por tanto éstos pueden llevar a cabo un abuso de la misma. En efecto, este exceso de capacidad de los ya instalados puede emplearse como amenaza, que sería creíble, para los futuros entrantes. El hecho es que existen unos 7.000 MW que funcionan con calderas de fuel pero reconvertibles a gas natural y que en su mayoría están paradas desde hace varios años. A pesar de que el rendimiento de estas reconversiones es inferior al de las nuevas turbinas de ciclo combinado, los ya instalados podrían ofertar precios inferiores a los que ofrecerían los nuevos entrantes, ya que dada la diversificación de generación que tienen los instalados, y no así los entrantes, pueden subsidiar unas fuentes de generación con otras hasta expulsar del mercado a aquellos competidores que no pueden llevar a cabo esta estrategia.

En el caso del sector eléctrico inglés, a pesar de no existir este exceso de generación, varios años después de poner en marcha este modelo los entrantes tan sólo han conseguido captar una cuota del mercado de generación del 9%. Tanto es así que la Oficina de Regulación (OFFER) ha ordenado una cierta desinversión a las dos empresas más grandes. Esto pone de manifiesto las dificultades de cualquier entrante en este sector, dificultad que se ve acrecentada cuando además hay exceso de capacidad instalada.

Otro aspecto a destacar es la interferencia de otros sectores en el eléctrico, en concreto el sector del gas natural. Ante la libertad de instalación de nueva generación cabría esperar un incremento notable de nuevas centrales del ciclo combinado de gas natural, pero nos encontramos con el problema adicional de la regulación existente en materia de gas natural. El recientemente aprobado R.D. 2033/1996 de 6 de septiembre establece que sólo aquellos consumidores que contraten una cantidad diaria no inferior a 1,2 millones de m<sup>3</sup> normales de gas natural podrán acceder a las redes de regasificación, transporte y distribución, en caso contrario el gas que necesiten para sus centrales tendrán que contratarlo a través de ENAGAS, empresa que controla la importación, generación y transporte de gas natural. Esta cantidad mínima en el consumo implica que sólo centrales del orden de unos 300 MW de potencia cumplirían esas cantidades mínimas. Es de esperar que estos límites se rebajen considerablemente, ya que la principal ventaja que presenta esta nueva tecnología, que es precisamente el no requerir grandes capacidades de generación para

CUADRO NÚM. 5  
CUOTAS DE PRODUCCIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE ENERGÍA ELÉCTRICA

EMPRESA	Producción (Gwh)	Porcentaje	Distribución (Gwh)	Porcentaje
IBERDROLA.....	42.465	28,74	53.536	38,72
U. FENOSA (9,9%).....	19.881	13,46	20.913	15,12
H. CANTÁBRICO.....	8.256	5,59	6.229	4,50
ENDESA.....	45.558	30,83	-	-
ENHER(91,4%).....	3.394	2,30	9.514	6,88
VIESGO (87,62%).....	2.246	1,52	3.352	2,42
ERZ (61,2%).....	1.361	0,92	4.383	3,17
HIDRUÑA (100%).....	819	0,55	3.823	2,76
SEVILLANA (39,47-75%)	12.700	8,60	19.048	13,78
FECSA (48,9875%).....	11.073	7,49	14.706	10,64
OTROS.....	-	-	2.769	2,00
<b>TOTAL.....</b>	<b>147.753</b>	<b>100,00</b>	<b>138.273</b>	<b>100,00</b>

Las cifras entre paréntesis representan la participación accionarial de ENDESA en cada una de ellas.

Fuente: CSEN(4)

ser viables, lo que aporta una gran flexibilidad para el incremento de generación, se verá desaprovechada de mantenerse los umbrales mínimos actualmente en vigor.

## VI.2. La competencia en generación a través del *pool*

La estructura del parque de generación del sector eléctrico español, pasa por ser una, de las más diversificadas de Europa, si no la que más, lo que favorece el juego de la competencia. Pero esta ventaja que aporta la diversificación tecnológica se ve anulada por la alta concentración empresarial que existe en la generación. El cuadro núm. 5 muestra las cuotas de mercado de la generación.

A partir de estas cuotas de mercado se puede calcular el índice de Herfindhal o los índices C2 y C3. El primero nos mide el grado de concentración de un sector en una escala del 0 al 1, donde el valor 1 representa una situación de monopolio y un valor inferior a 0,1 un mercado competitivo. Los C2 y C3 nos dicen la cuota de mercado que representan las 2 y 3 primeras empresas respectivamente.

Las operaciones de fusiones y concentraciones que incrementen el índice de Herfindhal de 1980 a 1985 son la de Unión Eléctrica y Fenosa, el de 1990 corresponde al intercambio de activo de 1987, el de 1996 a la fusión de Hidroeléctrica Española con Iberduero (actual IBERDROLA) y el señalado con (\*) será el resultado de las OPA'S emitidas por Endesa para adquirir el 75% del capital de Sevillana y Fecsa. Respecto a esta última operación cabe destacar el acuerdo firmado por estas tres empresas en el que se comprometen a mantener de forma inde-

CUADRO NÚM. 6  
INDICADORES DE CONCENTRACIÓN

ÍNDICE	1980	1985	1990	1996	1996(*)
Herfindhal.....	0,12	0,15	0,16	0,25	0,38
C2.....	35,91	44,02	46,21	64,87	80,96
C3.....	52,40	59,55	60,51	78,32	94,41

(\*) Considerando que FECSA y SEVILLANA se integran en ENDESA.  
Fuente: CSEN.

pendientes sus órganos de gobierno y a no actuar colusivamente.

Puesto que como ya hemos señalado el funcionamiento del *pool* está inspirado en el del modelo inglés, (y además en este caso se partía también de una elevada concentración, dos empresas National Power y Power Gen, además de una tercera empresa pública que aglutinaba toda la generación nuclear) puede resultar de interés apuntar ciertos efectos que la oficina de regulación eléctrica inglesa (OFFER) expresó en un informe sobre el funcionamiento del *pool* elaborado en 1992: "las empresas generadoras siguieron estrategias diversas para incidir en el precio del *pool* tales como declarar indisponibles ciertas centrales, de forma que el precio de la energía subía ante el aumento de la probabilidad de fallo del sistema. La realidad sobre los precios fue un incremento del 29% en el primer semestre del año fiscal 92/91 frente al del año 91/90, además de una alta volatilidad."(5)

La intención de esta cita no es ni mucho menos insinuar que el *pool* español tendrá los mismos problemas, porque entre otras cosas el mecanismo de formación de precios —que fue corregido después del informe citado— del *pool* inglés y del español no es, en principio, el mismo (en el Protocolo no se contempla, al menos explícitamente, el pago de una cantidad creciente con la probabilidad de interrupción del suministro). Lo que sí se pretende poner de manifiesto es que dada la alta concentración de empresas de generación que tiene el sistema eléctrico español existen claros incentivos a ejercer un abuso de posición dominante.

Otra cuestión que plantea algunas dudas sobre como se va a articular la competencia en generación a través de las ofertas que los generadores hagan al *pool* es el hecho de la "multipropiedad" de las centrales, que se detalla en el cuadro núm 7.

No existe ningún incentivo, además de las dificultades técnicas y contables, para que dos empresas oferten simultáneamente precios y cantidades distintas con la misma central. El hecho es que mientras se mantenga esta situación las centrales afectadas quedarán al margen del sistema, especialmente las de Fuel-Gas y Carbón. El caso de las

CUADRO NÚM. 7  
CENTRALES PARTICIPADAS POR VARIAS EMPRESAS (PORCENTAJE)

	POT	CANT	FEC	END	SEV	IB	FEN	VI	ENH	HIDÑ
<b>NUCLEARES (Mw)</b>										
Garofía.....	460			50		50				
Almaraz 1 .....	931				36,02	52,7	11,3			
Almaraz 2 .....	931				36,02	52,7	11,3			
Trillo 1 .....	1.041	15,5		1		49	34,5			
Vandellós 2.....	982			72		28				
Asco 1.....	931		60	40						
Asco 2.....	931		45	40		15				
Cofrentes.....	994					100				
J. Cabrera.....	160						100			
<b>CARBÓN</b>										
Soto R.2.....	254	33,3				33,3		33,3		
Soto R.3.....	350	33,3				33,3		33,3		
Anllares.....	350			33,33			66,7			
Los Barrios (Cl) .....	550			33,33	66,67					
Litoral (Cl).....	550			66,67	33,33					
<b>FUEL</b>										
Aceca 1.....	314					50	50			
Aceca 2.....	314					50	50			
Besos 1.....	150								50	50
Besos 2.....	150								50	50
Foix.....	520								50	50

Fuente: REE.

nucleares puede plantear menos problemas, al menos durante las horas punta, ya que en este caso el precio final del *pool* no estará marcado por estas centrales, y en cualquier caso toda la energía nuclear se retribuirá al mismo precio, independientemente del que se hubiera ofertado. Sería deseable que cada central de generación tuviera un sólo propietario, de forma que éste no tuviera oportunidades de ponerse de acuerdo con sus propios competidores para hacerle una oferta al *pool* con la instalación compartida, y a este respecto quizá habría que plantearse la oportunidad de un nuevo intercambio de activos.

### VI.3. El acceso de terceros a las redes de transporte y distribución

En el caso del acceso a las redes de transporte y distribución situadas en el ámbito nacional el Protocolo es muy claro, todos los distribuidores—comercializadores y grandes consumidores tendrán acceso al uso de estas instalaciones previo pago de un correspondiente canon. Por lo tanto el primer requisito para evitar que el monopolio de red, monopolio natural, se transmita al resto de las actividades se va a ver cumplido sin problemas, al encargar a una empresa como REE la gestión del transporte.

El segundo requisito es la cuantía que se establezca por el acceso a dichas instalaciones. Ésta

deberá cubrir los costes de dicho uso y a su vez no constituir una barrera de acceso, esto es, evitar que el importe resulte discriminatorio. Esta cuantía aún está por determinar.

La exclusividad en el uso de las interconexiones, que estaba reservada a REE, desaparece, al menos de forma explícita. Pero el hecho es que la capacidad de interconexión es realmente escasa, sólo alcanza a un 3–4% de la demanda total, lo que hace que de nuevo cobre especial importancia la concentración en generación. En efecto, si la capacidad de interconexión fuese tal que los consumidores pudieran acudir a negociar la adquisición de energía con otros generadores (básicamente franceses), evidentemente la delimitación geográfica del mercado relevante no sería ya la de los límites españoles, con lo que concentración señalada sería mucho menor, ya que no estaríamos considerando sólo a los generadores implantados en territorio nacional sino también a los fronterizos.

### VI.4. La libertad de elección del suministrador por parte del consumidor

Para que este hecho se produzca se precisa la posibilidad legal y la posibilidad *de facto*. La primera de ella está perfectamente recogida en el Protocolo, con una serie de requisitos y horizontes temporales,

contemplando incluso la posibilidad futura para todos los consumidores.

El paso siguiente, el de poder elegir *de facto* vendrá dado por la existencia en el mercado de suficientes agentes de distribución y comercialización, esto es, que se cuente con un número adecuado de oferentes. El que se promueva la creación de estos suministradores vendrá determinado por los márgenes comerciales que puedan obtener, márgenes que vendrán marcados por la diferencia de precio al que adquiere la energía y el precio al que la venda. Esta realidad vendrá marcada, a su vez, por el número de generadores con los que pueda negociar la adquisición de ese bien y el número de agentes a los que se lo pueda vender y al final el captar más o menos clientes será función del precio que les oferte y éste lo será del precio al que adquiera la energía. Si el mercado de generación se configura finalmente en torno a dos grandes productores, y otros dos productores pequeños, es evidente que las posibilidades de negociar el precio serán escasas, y por lo tanto la existencia de estos agentes (especialmente los comercializadores) resultará menor que la que cabría esperar del modelo que se va a implantar en el futuro inmediato.

En efecto, la creación de las comercializadoras está ligada directamente a la existencia de competencia en la generación, y por lo tanto cuanto mayor concentración haya en la generación mayor concentración habrá en la comercialización y menores oportunidades de elección tendrán los consumidores.

La teoría económica demostró, ya hace algún tiempo, de que el número de empresas de un sector no es la variable que determina la competitividad del mismo, aunque si es cierto que esta variable y su distribución siguen siendo, junto con la elasticidad, las variables de estructura básicas que determinan el comportamiento de los agentes. Con respecto a este hecho, no es objetivo de la regulación (ni tam-

poco podría conseguirlo) modificar al alza la elasticidad de la demanda y así disminuir el poder de monopolio, pero sí puede hacer algo sobre la concentración del sector (y este asunto sí es, además, responsabilidad suya) sabiendo que cuanto menor sea ésta, menor será la posición de dominio y por tanto menos posibilidades de ejercer abuso de posición dominante y mayor competencia habrá en el sector. En definitiva, tal y como se expone en el Protocolo, el Ministerio de Industria y Energía tiene la decidida voluntad de asegurar la competencia entre las empresas integrantes del sistema eléctrico.

#### NOTAS

(1) Las opiniones que aquí se expresan no tienen por qué coincidir con la postura de la institución en la que el autor desarrolla su trabajo.

(2) En efecto, la figura del Acceso de Terceros a la Red o el "Common Carrier" evita que la existencia del monopolio natural en las redes de transporte y distribución de diversas industrias, traslade ese monopolio al resto de las actividades de la industria.

(3) El valor integrado de la energía es el precio final que se configura en el *pool* más los costes de las pérdidas de la red de transporte, los derivados de los compromisos en materia de carbón nacional, la retribución por capacidad y disponibilidad, los costes permanentes y los de transición a la competencia o también llamados de compromiso regulatorio (se refiere a la recuperación de los costes "hundidos").

(4) Informe sobre las consecuencias que las diferentes formas de venta de las participaciones del Estado en las empresas eléctricas pueden tener en el precio de la energía eléctrica en España en los próximos años". CSEN, Junio 1996.

(5) Álvarez Pelegrín, E. (1992), "El *pool* de electricidad en el Reino Unido", *Boletín de Información Comercial Española*, núm. 2332.



# GRÁFICO DEL MES

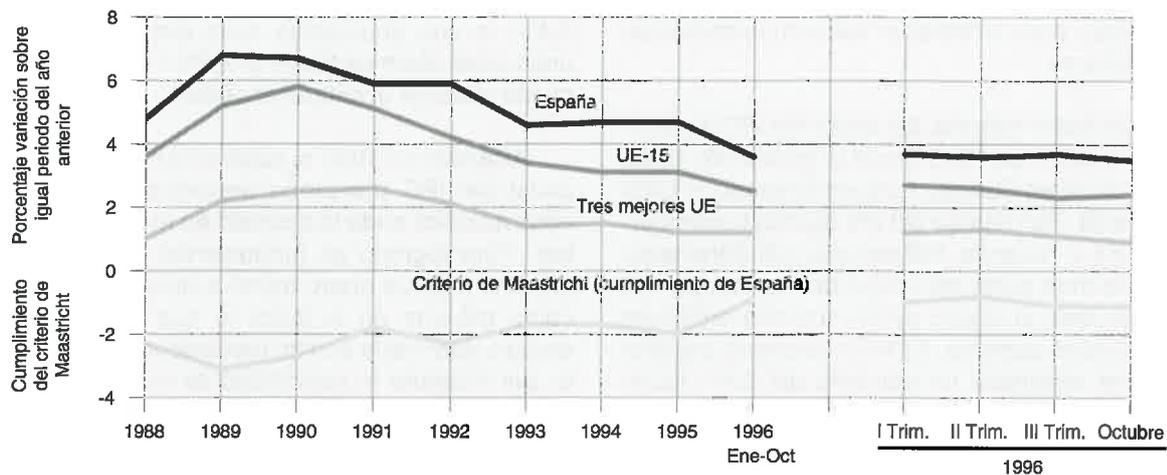
## EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE CONSUMO (IPC) UNIÓN EUROPEA Y ESPAÑA

El Índice de Precios de Consumo (IPC), tanto en la Unión Europea como en España, que habían alcanzado unas tasas muy elevadas en los años 1989 y 1990, tendieron a decrecer significativamente desde 1992, hasta reducirse de forma notable en 1996. El IPC de la media de la UE que en 1990 creció al 5,8%, cerrará 1996 con una tasa media del 2,5%. Los tres países con crecimiento más bajo registraron en 1991 un aumento medio del 2,6%, descendiendo el 1,2% en la media enero-octubre de 1996 con una tendencia a cerrar el año en diciembre con una tasa en torno al 1%. España, un país con una propensión inflacionista muy acusada, derivada de la práctica usual de la indiciación de precios y salarios en base a las variaciones del año precedente, registró en 1989 un crecimiento del IPC en media anual del 6,8%, que tendió a reducirse

hasta situarse en el 3,6% para la media anual de enero-noviembre de 1996 y del 3,2% en el mes de noviembre. Un ajuste que en términos porcentuales supuso una reducción de 3,2 puntos en siete años, pero que en términos relativos su descenso fue del 53%, similar al de la media europea.

Los acuerdos adoptados en Maastricht para el acceso de los países miembros a la tercera fase de la Unión Monetaria y la adopción de una moneda única (EURO), establecieron que ningún país podría superar en más de punto y medio la tasa de inflación registrada por los tres países miembros con variación de sus precios de consumo más bajos. Un acuerdo que iba a suponer que aquellos países que en 1997 registraran un incremento de precios de consumo superior al 3% anual, quedarían fuera del

GRÁFICO NÚM. 1  
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE CONSUMO (IPC)  
Porcentaje de variación sobre igual período del año anterior



CUADRO NÚM. 1  
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE CONSUMO (IPC)  
Tasas de variación (porcentaje) sobre igual período del año anterior

	DIFERENCIAL DE ESPAÑA							Cumplimiento Español de criterio de Maastricht
	España	UE-15	Tres mejores (UE)	Alemania	UE-15	Tres mejores	Alemania (*)	
1988.....	4,8	3,6	1,0	1,2	1,2	3,8	3,6	-2,3
1989.....	6,8	5,2	2,2	2,8	1,6	4,6	4,0	-3,1
1990.....	6,7	5,8	2,5	2,7	0,9	4,2	4,0	-2,7
1991.....	5,9	5,1	2,6	3,6	0,8	3,3	2,3	-1,8
1992.....	5,9	4,2	2,1	5,0	1,7	3,8	0,9	-2,3
1993.....	4,6	3,4	1,4	4,5	1,2	3,2	0,1	-1,7
1994.....	4,7	3,1	1,5	2,7	1,6	3,2	2,0	-1,7
1995.....	4,7	3,1	1,2	1,9	1,6	3,5	2,8	-2,0
1996 (Oct.) .....	3,6	2,5	1,2	1,5	1,1	2,4	2,1	-0,9
1996 I TRM.....	3,7	2,7	1,2	1,5	1,0	2,5	2,2	-1,0
1996 II TRM.....	3,6	2,6	1,3	1,5	1,0	2,3	2,1	-0,8
1996 III TRM.....	3,7	2,3	1,1	1,5	1,4	2,6	2,2	-1,1
1996 I Octubre.....	3,5	2,4	0,9	1,5	1,1	2,6	2,0	-1,1

(\*) Alemania unificada, serie enlazada por la OCDE.  
Fuente: EUROSTAT y Previsión y Coyuntura (MEH).

grupo que encabezaría la nueva Unión Económica y Monetaria. El descenso del IPC de los tres países menos inflacionistas, reducirá probablemente al 2,6% el máximo compatible con el criterio acordado.

#### Evolución del IPC en los tres mejores países

En el año 1991 los tres países con más baja inflación de la actual EU-15, registraron un crecimiento medio de su IPC del 2,6%. A partir de dicho año las tasas medias anuales de los tres mejores países (no siempre los mismos), fueron descendiendo en la forma que muestra el gráfico, hasta situarse en octubre de 1996 en el 0,9% anual. Una tasa excepcionalmente baja que podía aumentar algo en 1997, pero que difícilmente superará el 1,1%.

Con el fin de que el IPC de los distintos países miembros no resulte afectado por su peculiar metodología de cálculo, se ha procedido por EUROSTAT a elaborar unos índices armonizados transitorios que servirán para establecer las correspondientes comparaciones.

Según dicho método, las tasas del IPC armonizado en octubre de 1996 frente a octubre de 1995, eran del 0,3% en Suecia, 1,3% en Finlandia y 1,4% en Alemania. Por debajo del 2% figuran Luxemburgo, Francia y Holanda. Países que indistintamente podrían formar parte del grupo de los tres países menos alcistas, si alguno de los actuales registrara un crecimiento superior. El IPC transitorio español en octubre registraba un aumento del 3,4% sobre octubre de 1995, por lo que el diferencial correspondiente sería de 2,5 puntos porcentuales, lo que supone que España tendría que rebajar casi en un

punto porcentual el crecimiento de su IPC para cumplir el criterio establecido.

#### El IPC español y su convergencia con la UE

El gráfico del mes muestra la senda recorrida por el IPC de España a partir de 1988, mostrando el progresivo esfuerzo realizado para adecuar la evolución de nuestros precios internos a los europeos. Entre 1992 y 1993 se registró una reducción de 1,3 puntos porcentuales que parecían orientar la inflación española hacia la convergencia europea antes de 1997, si en los tres años siguientes se conseguía reducir los dos puntos que nos separaban del criterio acordado. Pero en 1994 no se ganó nada y en 1995, al aumentar en un punto la tarifa del IVA, se repitió la tasa de 1994 (4,7%). En 1996 se volvió a recuperar la esperanza de alinear nuestra inflación con la europea, en la medida que el incremento del IPC en diciembre próximo puede situarse en el 3,3%, y la media de los doce meses del año en el 3,4%, lo que equivaldría a un distanciamiento de unas ocho décimas frente al 2,6% en que se estima puede situarse el criterio acordado.

Alcanzar en 1997 el objetivo del 2,6% en media anual del IPC transitorio armonizado, no es una apuesta difícil dado lo ocurrido en el IPC de noviembre. Para lograrlo es fundamental que el IPC del próximo mes de enero frente a diciembre, se eleve como máximo en el 0,4% lo que supondría que enero comenzaría con un crecimiento inferior al 3%, lo que allanaría la posibilidad de alcanzar en 1997 una tasa media anual del 2,6%. Para alcanzar este objetivo es necesario que, en 1997, la sociedad española rompa definitivamente con la cultura infla-

cionista, que atenuada en 1996 permanece vigente en la mente de algunos españoles y de sus agentes económicos. En este sentido, el logro de este objetivo, pasa inevitablemente por la condición de que los salarios que se fijen en los convenios colectivos

no contemplen un crecimiento superior al 2,6% anual, y que se dote a la economía española de un grado de flexibilización adecuado para abrir la competencia entre los sectores protegidos, tanto en productos como en factores.



# INSTANTÁNEA ECONÓMICA

## CONVERGENCIA REAL Y CONVERGENCIA NOMINAL DE ESPAÑA Y LA UNIÓN EUROPEA. AÑOS 1990 A 1996

---

### COMENTARIO

La convergencia nominal de cualquier economía, referida a los dos criterios fundamentales establecidos en Maastricht (inflación y déficit público), es una condición precisa para alcanzar la convergencia real, que básicamente queda representada en el crecimiento económico (variación del PIB) y de la población ocupada (empleo). La interdependencia entre la convergencia real y la convergencia nominal resulta probada empíricamente cuando se analiza la evolución de las variables correspondientes en los distintos países miembros y en el conjunto de la Unión Europea.

Para analizar lo acontecido en España a partir de 1990, frente a la media de los quince países de la Unión Europea, se ha observado lo acontecido en Alemania por su importancia dentro de la UE, y de Irlanda y Austria como países con un desarrollo sostenido y unos equilibrios básicos notables.

### Unión Europea

---

El perfil de los indicadores de convergencia agregados de los quince países miembros de la UE, muestra el deterioro iniciado en 1991 que culminó en la recesión de 1993, la recuperación de 1994 y 1995 y el debilitamiento de 1996, con una tendencia a superarse en 1997.

El perfil de la evolución del PIB tuvo una réplica similar en el empleo, aunque con un descenso en 1993 mucho mayor que en el PIB. Ajuste obligado que supuso un notable crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo, que debería dar paso a la salida de la crisis al recuperarse la competitividad perdida.

Los dos equilibrios básicos analizados, inflación y déficit público, que habían alcanzado unos cotas elevadas a la altura de 1991, siguieron presentes en 1993 para iniciarse una posterior reducción que será más patente cuando se disponga de los datos definitivos de 1996, y que se confirmará en 1997 en la medida que todos los países miembros de la UE están realizando esfuerzos considerables para restablecer el equilibrio nominal en los precios y el déficit público, y lograr el cumplimiento de los criterios acordados en Maastricht. De hecho, el conjunto de países miembros de la UE habrá alcanzado la convergencia nominal de los precios en 1996 con la excepción de Portugal, Reino Unido, Italia, España y Grecia. Salvo Grecia, los cuatro países restantes, incluida España, tienen posibilidad de que en diciembre de 1997 el Índice de Precios Armonizado Transitorio no supere el 2,6%, que se espera sea el dato de referencia de aquel momento al sumar al IPC de los tres mejores países los 1,5 puntos de holgura acordados en Maastricht. Es posible que el examen incorpore algunos meses de 1998.

Por lo que se refiere al déficit público que no debería rebasar en 1997 el 3% del PIB de cada país, no va a cumplirse en 1996 por el conjunto de la UE en la medida que se estima que se cerrará el ejercicio con una tasa conjunta del 4,4%. Lo que supone una reducción significativa frente a 1995, pero que todavía queda lejos del 3% establecido. En la medida que los países miembros están elaborando para 1997 unos Presupuestos Públicos restrictivos que les permitan alcanzar dicho objetivo, parece que será considerable el número de ellos que lograrán el objetivo propuesto. También como consecuencia de la flexibilización de determinadas normas contables (contabilidad creativa) que facilitarán dicho objetivo.

La previsión, plenamente compartida, de que en

CUADRO NÚM. 1  
CONVERGENCIA REAL Y CONVERGENCIA NOMINAL

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 (Estimación)
<b>CONVERGENCIA REAL</b>							
<b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO:</b>							
UE-15.....	2,9	1,5	1,0	-0,6	2,8	2,5	1,3
IRLANDA.....	7,8	2,2	3,9	3,1	6,7	8,6	5,6
AUSTRIA.....	4,2	2,8	2,0	0,4	3,1	1,8	0,7
ALEMANIA.....	5,7	5,0	2,2	-1,2	2,9	1,9	0,7
ESPAÑA.....	3,7	2,3	0,7	-1,2	2,1	2,8	2,3
<b>EMPLEO:</b>							
UE-15.....	1,7	0,1	-1,4	-1,9	-0,3	0,6	0,2
IRLANDA.....	4,2	0,0	0,4	0,6	3,1	4,4	2,3
AUSTRIA.....	1,9	1,7	0,5	-0,4	3,9	-0,1	0,4
ALEMANIA.....	3,0	2,5	-1,8	-1,8	-0,7	-0,3	-0,8
ESPAÑA.....	3,2	1,0	-1,5	-3,7	-0,1	2,3	1,7
<b>CONVERGENCIA NOMINAL</b>							
<b>INFLACIÓN (IPC):</b>							
UE-15.....	4,8	5,6	4,7	4,1	3,2	3,0	2,6
IRLANDA.....	2,0	2,8	2,5	1,7	2,7	2,5	2,3
AUSTRIA.....	3,3	3,4	3,9	3,4	3,0	2,3	2,1
ALEMANIA.....	2,8	3,9	4,5	3,9	3,1	1,9	1,6
ESPAÑA.....	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,4
<b>DÉFICIT PÚBLICO (Porcentaje del PIB):</b>							
UE-15.....	3,6	4,3	5,1	6,2	5,5	5,0	4,4
IRLANDA.....	2,3	2,2	2,4	2,4	2,0	2,4	2,0
AUSTRIA.....	2,2	2,6	2,1	4,3	4,4	5,5	4,6
ALEMANIA.....	2,1	3,3	2,8	3,5	2,5	3,5	3,9
ESPAÑA.....	4,1	4,9	4,2	7,5	6,9	6,7	4,7

Fuente: EUROSTAT y Previsión y Coyuntura (España).

1997 se acelerará el crecimiento del PIB conjunto de la UE hasta lograr un aumento del 2,5%, con un efecto positivo sobre el empleo, confirma la tesis de que a plazo medio la corrección de los desequilibrios nominales acaban manifestándose en la convergencia real.

### Alemania

A pesar de que la política económica alemana siempre ha tenido presente los efectos perversos de la inflación y del déficit público, no pudo soslayar la inestabilidad derivada de la unificación. Los precios internos crecían en 1992 a más del 4% y el déficit público alcanzó en 1993 y en 1995 el 3,5% del PIB. Unos datos atípicos para un país que siempre luchó por la estabilidad. Un comportamiento que se reflejó en los últimos años en el debilitamiento del crecimiento del PIB y, sobre todo, del empleo, confirmando también la interdependencia entre la convergencia nominal y real.

En 1996 Alemania ha logrado estabilizar sus precios con una tasa de crecimiento anual del orden del 1,6%. Pero aún no ha logrado limitar su déficit público, aunque con toda probabilidad lo alcanzará

en 1997, haciendo posible que en enero de 1999 sea una realidad la Unión Económica y Monetaria, encabezada por Alemania y Francia.

### Irlanda

Irlanda es el único país miembro de la UE, junto con Dinamarca, Reino Unido y Austria, que no ha acusado la crisis económica de 1993. El crecimiento de su PIB del 3,1% en el año central de la crisis y las elevadas tasas de los años posteriores, son la consecuencia del ajuste de sus equilibrios básicos, al mantener unas alzas del IPC en torno al 2% y un déficit público por debajo del 2%.

El ejemplo irlandés muestra como el mantenimiento de la convergencia nominal en precios y en déficit público es el mayor acicate para lograr un desarrollo económico elevado y sostenido, con reflejo en el aumento del empleo y la disminución del paro. Aunque la deuda pública irlandesa todavía supera al 80% de su PIB y esté lejos de reducirlo hasta el 60% fijado en Maastricht, el progresivo descenso registrado desde 1985, en cuyo año la deuda pública irlandesa se elevaba al 104% de su PIB, sitúa a Irlanda como uno de los candidatos

seguros a formar parte de la futura UEM. Pero el hecho más contundente, derivado de la acertada política económica irlandesa en los últimos años, ha sido su convergencia real en el seno de la UE al haber pasado de un índice de PIB por habitante en términos de poder de compra, equivalente al 63,3% de la UE en 1986 hasta el 89,9% en 1995. Una ganancia de 26,6 puntos porcentuales en nueve años que ha supuesto ganar cada año casi tres puntos porcentuales. Algo insólito que los españoles deberíamos tener muy presente. El caso irlandés demuestra como la clave de la convergencia real está en lograr una convergencia nominal estable, es decir, registrar una inflación moderada en torno al 2%, y en un déficit público también por debajo del 2% del PIB.

### Austria

Aunque con unos signos menos espectaculares que los de Irlanda, Austria es un país cuyo comportamiento económico ha sido ejemplar al haber mejorado su convergencia real dentro de la UE, a pesar de que éste fuera elevado desde la década de los años ochenta. En 1974 en plena crisis del petróleo la convergencia de Austria, frente a la actual UE-15, se situaba en la media 100. En 1995 el índice de convergencia real austríaco (PIB por habitante en términos de poder de compra) según EUROSTAT equivalía a 112,6, situándose en el grupo de los países más desarrollados de la Unión Europea.

Austria fue uno de los pocos países que no tuvo recesión en 1993, sin apenas pérdida de empleos. Como puede verse en el cuadro que se acompaña, el IPC se ha mantenido en los tres últimos años por debajo del 3%, y su déficit público en torno al 4%,

siendo uno de los países que mejor cumplen los criterios establecidos en Maastricht.

### España

La característica básica de la economía española entre 1990 y 1996 ha sido la de un mayor crecimiento de su PIB respecto al conjunto de la UE, en los años expansivos y un mayor retroceso en los deprimidos. Todo ello en un marco de empleo y paro mucho más problemático que el de cualquier otro país miembro, con la excepción de Grecia.

Cuando se examina la evolución de la convergencia nominal española, con unas tasas de inflación muy por encima de la media, con un déficit público elevado y una deuda pública progresivamente creciente y se compara con el comportamiento de otros países europeos, resulta evidente como han sido nuestros desequilibrios básicos: inflación y déficit público, los auténticos artifices del bajo crecimiento económico y, sobre todo, de la escasa capacidad para generar empleo, con una incidencia manifiesta en la tasa de paro, que dobla la media europea.

La interdependencia entre la convergencia nominal y real, aplicada al caso español, muestra la necesidad imperiosa de reducir las tasas de inflación y el déficit público que tiene España para lograr un crecimiento sostenido que genere empleo y reduzca nuestra tasa de paro. No sólo por el hecho fundamental de que España forme parte del grupo de países que accederán a la UEM en 1998, sino porque acabar con el diferencial de inflación española y reducir su déficit público, son condiciones necesarias para el desarrollo económico y el aumento del empleo.



## LIBROS DEL MES

***Bancos Centrales*, de Marjorie Deane y Robert Pringle, Analistas Financieros Internacionales, Biblioteca de Economía y Finanzas, Madrid, 1996, 390 páginas.**

Esta obra finaliza diciendo que los máximos responsables de los bancos centrales del futuro necesitarán una gran cantidad de conocimientos técnicos y que, por lo tanto, el mundo de los bancos centrales no es un mundo para aficionados. Parafraseando a los autores, Marjorie Deane y Robert Pringle, podemos decir que ellos mismos no son aficionados, sino veteranos observadores de las actividades de los bancos centrales alrededor de todo el mundo en las últimas décadas. Sin ese amplio período de observación, sería prácticamente imposible dar a luz una obra como la que nos ocupa, en la que se analiza el mundo de los bancos centrales nada menos que desde tres perspectivas distintas: la histórico-geográfica (puesto que se analiza la institución de la banca central desde sus orígenes hasta nuestros días y el análisis no se ciñe a uno o dos países, sino a una buena muestra de ellos, sobre todo a los principales bancos centrales de las naciones más desarrolladas), la institucional (al discutirse con detalle la importancia del entramado institucional en el que la banca central se halla incardinada) y la funcional (de modo que se analizan las principales funciones de la banca central).

Desde el punto de vista histórico-geográfico, los autores nos llevan de excursión desde el nacimiento en el siglo XVII de los primeros bancos precursores de lo que posteriormente vendrían a ser los bancos centrales actuales hasta la situación presente en la que están naciendo nuevos bancos centrales como consecuencia de la creación de países independientes tras la desintegración de la antigua Unión Soviética. En la obra se discuten los inicios del Sveriges Riksbank, el banco central de Suecia, cuyos orígenes se remontan a 1668, como un banco de carácter comercial con departamentos de préstamo y depósito que aunque formalmente se constituyó como negocio privado, en la práctica era una institución del Estado sueco ya que el gobierno nombraba a los directivos y la mitad de los beneficios del banco iban a parar a la Corona, mientras que la otra mitad se repartía entre la comunidad de Estocolmo, donde radicaba el banco, y los accionistas privados.

Adicionalmente, los autores analizan los orígenes del Banco de Inglaterra que se remontan a 1694 y su evolución durante los tres siglos posteriores. El Banco de Inglaterra se constituyó como consecuencia de un préstamo que un grupo de comerciantes de Londres hicieron a la Corona para financiar la Guerra de los Nueve Años contra Francia: los suscriptores del presta-

mo habían de ser constituidos Gobernador y Compañía del Banco de Inglaterra y a éste se le debían conceder una serie de privilegios considerables (el monopolio de la banca comercial con capital colectivo, la gestión de la cuenta del Gobierno, el derecho a operar con oro y plata, a descontar letras de cambio y a emitir billetes. A pesar de ser un banco comercial como otros, si bien con privilegios, a lo largo del siglo XVIII alrededor de cuatro quintas partes de su negocio y beneficios procedían de la conexión con el Gobierno, tanto como gestor de la mayoría de los departamentos de éste como de la deuda nacional. Sin embargo, los privilegios del Banco de Inglaterra provocaron que la estructura bancaria de la competencia fuera muy inestable ya que al ser el único autorizado a mantener la condición de banco capitalizado por suscripción colectiva, los bancos pequeños y con recursos inapropiados se habían multiplicado por lo que la confianza en los billetes emitidos por estos bancos era frágil y sufrían crisis de forma persistente. Como consecuencia, durante el siglo XIX el Parlamento decidió recortar los poderes del Banco de Inglaterra relacionados con la banca comercial y lo asemejó más a un banco estatal.

El Banco de Japón se creó en 1882 a iniciativa y como instrumento del Ministerio de Hacienda dentro de los planes de modernización del país llevados a cabo por el Gobierno Meiji tras sustituir al régimen feudal del Shogunado de Tokugawa. En 1872 se instauró un sistema bancario nacional basado en el existente entonces en los Estados Unidos, concediéndose a 150 bancos el derecho a emitir sus propios billetes de banco. El resultado fue una inflación galopante y la creación de un banco central con el derecho exclusivo de emitir billetes de banco convertibles en oro y con poderes para retirar los billetes no convertibles existentes. Durante todo el siglo XX, el Banco de Japón ha sido principalmente el brazo financiero del Gobierno.

La banca central alemana nace en la década de 1870-80 tras la unificación política posterior al final de la Guerra Franco-Alemana. Por aquel entonces existía un enorme conjunto de bancos que emitían sus propios billetes, ninguno de curso legal. En 1876, el imperio alemán transformó al mayor de estos bancos, el Banco Prusiano de Berlín, en el Reichsbank, subordinándolo al Gobierno aunque su capital siguió en manos privadas. Hasta 1909 no tuvo este banco el monopolio de la emisión de billetes de curso legal. Con el comienzo de la Primera Guerra Mundial, Alemania abandonó el patrón-oro y el Reichsbank comenzó a emitir billetes para financiar la guerra, lo que provocó una fortísima inflación. Tras acabar la Guerra, en plena República de Weimar, el Reichsbank incurrió en un exceso tal de impresión de dinero que generó la conocida hiperinflación alemana de 1923. El plan de estabilización subsi-

guiente desvinculó al Reichsbank del Gobierno. Sin embargo, el régimen de Hitler volvió a nacionalizarlo en 1939. Tras la Segunda Guerra Mundial, se produjo un nuevo periodo de elevada inflación, de forma que para eliminarlo, los Países Aliados establecieron en 1948 un sistema de bancos centrales en dos niveles en Alemania Occidental, según el modelo de la estructura regional de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Finalmente, en 1957 el Gobierno federal alemán sustituyó esta legislación, creando un banco central unificado, el actual Bundesbank.

El actual banco central de los Estados Unidos, el Sistema de la Reserva Federal, fue constituido en 1914, casi siglo y medio después de la independencia de este país. Sin embargo, los orígenes de la banca central se remontan a finales del siglo XVIII. Ya en 1791 el Congreso americano creó un banco nacional siguiendo el modelo del Banco de Inglaterra. El Banco de los Estados Unidos se constituyó como depositario de los fondos del Gobierno, como prestamista para el Gobierno y para el sector privado a través de la emisión de billetes de banco y además debía operar con oro y letras de cambio. El Banco se estableció en Filadelfia con un capital suscrito en una quinta parte por el Gobierno y el resto por el sector privado y con una concesión operativa para veinte años. A pesar de que el banco funcionó bien, al competir con otros bancos comerciales no se hizo muy popular y en 1811 no le fue renovada la concesión para operar. En 1816 se creó un nuevo Banco de los Estados Unidos, también en Filadelfia. Sin embargo, y debido a la oposición política del Presidente Andrew Jackson, de nuevo este banco no logró renovar su estatuto operativo en 1836 y pasó a constituirse exclusivamente en un banco estatal, el Banco de los Estados Unidos de Pennsylvania. En las ocho décadas posteriores hasta la creación del Sistema de la Reserva Federal, en Estados Unidos dominó la libertad de banca, bancos privados que emitían sus propios billetes, cuyas quiebras dieron origen a pánicos bancarios recurrentes, como los de 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1893 y 1907. Esta última crisis bancaria provocó que el Congreso reconociese que el país necesitaba un banco central para eliminar los defectos de la banca estadounidense y darle estabilidad. Tras varios años de debates legislativos, el 23 de diciembre de 1913, el presidente Woodrow Wilson firmó la Ley de la Reserva Federal, la cual abrió sus puertas al año siguiente.

La historia de los bancos centrales de los países más importantes es, al mismo tiempo, la historia de los acuerdos monetarios que han existido en el mundo, lo cual está ligado a una de las funciones que tradicionalmente han venido desempeñando los bancos centrales, a saber, la gestión del tipo de cambio de su moneda nacional. En el siglo XIX los primeros bancos centrales no emprendieron acciones en común de manera sistemática aunque se produjeron ciertas colaboraciones esporádicas, sobre todo entre el Banco de Francia y el Banco de Inglaterra. Durante el periodo clásico del patrón-oro, esto es, durante las tres décadas anteriores al inicio de la Primera Guerra Mundial, el régimen de patrón-oro internacional pareció funcionar por sí solo con un mínimo de control ya que las reglas del juego estaban claras y la estabilidad de los tipos de cambio de las principales monedas se mantuvo con escasos esfuerzos conscientes. Sin embargo, se produjo la ruptura con el patrón-oro por parte de la mayoría de los países involucrados en la Primera Guerra Mundial como consecuencia de la necesidad de los gobiernos de financiar los gastos bélicos. Los bancos

centrales fueron utilizados para generar esa financiación y el resultado fue la inflación. Debido a que la inflación fue diferente de un país a otro, cuando la guerra acabó los tipos de cambio de equilibrio no tenían nada que ver con sus niveles de preguerra. Aunque todos los países asumían que tras la guerra deberían regresar plenamente al patrón-oro, la cuestión crucial era cómo estabilizar las condiciones para hacer posible el retorno y a qué tipos de cambio que fueran aceptables por todos. La vuelta de algunos países (como Inglaterra) al patrón-oro a las paridades de preguerra implicaron una sobrevaloración de la moneda nacional respecto de las extranjeras que minaba las exportaciones y, como consecuencia, generaba desempleo. El problema se agravó con el crash bursátil de Wall Street de 1929, la crisis de la banca austríaca y alemana en 1931 y la decisión del presidente Roosevelt en 1933 de desvincular al dólar del oro para dejar que se devaluase hasta un 40 por ciento. El resultado fue que casi todos los países que se mantenían en el bloque del oro tuvieron que abandonarlo, por lo que todos los países importantes pasaron a tener tipos de cambio flexibles y muchos de ellos jugaron al juego de la devaluación competitiva y la introducción de los controles de cambios. Todos estos acontecimientos hicieron que, en general, durante el periodo de entreguerras los bancos centrales nacionales estuviesen muy subordinados a las decisiones políticas de sus gobiernos.

Tras la Segunda Guerra Mundial y con los acuerdos de Bretton Woods de 1944 y la gestación del Fondo Monetario Internacional, se produjo un reinado de las reglas en los acuerdos monetarios internacionales durante unas dos décadas y media. El régimen acordado en Bretton Woods podría denominarse como un patrón-dólar ajustable en el que el dólar era convertible internacionalmente a la paridad de 35 dólares la onza, mientras que el resto de las monedas no eran convertibles en oro y las autoridades nacionales debían mantener la paridad oficial con el dólar dentro del estrecho margen de un 1 por ciento por arriba o por abajo. Esta época de reglas tampoco fue una auténtica edad de oro para los bancos centrales ya que si bien hubo una estabilidad monetaria internacional e interna bastante acusada, los bancos centrales carecían de verdadero poder; los gobiernos dirigían el espectáculo al terminar las paridades y sus modificaciones y a los banqueros centrales no les quedaba otra cosa que no fuera gestionar las reservas de modo que los tipos de cambio no se salieran de los márgenes establecidos.

Un mundo distinto fue el que devino tras la caída del sistema de Bretton Woods, provocado fundamentalmente por la financiación inflacionista que Estados Unidos hizo de la guerra de Vietnam y que inundó de dólares los mercados internacionales como consecuencia de sus enormes y recurrentes déficits comerciales. Países más deseosos de estabilidad monetaria como Alemania tuvieron que aceptar inflación importada hasta que finalmente decidieron romper la baraja y acceder a la flotación generalizada a partir de 1973. Para los bancos centrales, la etapa de tipos flexibles desde 1973 ha sido una etapa crucial en su evolución, puesto que situó la política monetaria en el primer plano de las políticas económicas nacionales. Bajo el régimen cambiario de Bretton Woods, los países delegaron de hecho sus políticas monetarias a los Estados Unidos. La Reserva Federal era el banco central de todos ellos al ser el banco central del país ancla. Sin embargo, con tipos de cambio flexibles, cada país podía formular su propia política monetaria de acuerdo con sus objetivos internos.

En cuanto a la perspectiva institucional, la obra revisa la presente estructura institucional de los seis bancos centrales más importantes del mundo: la Reserva Federal, el Bundesbank, la Banca de Italia, el Banco de Francia, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón. Aquí vamos a repasar brevemente la estructura de los dos primeros. Como ya dijimos, el Sistema de la Reserva Federal norteamericano se creó en 1914. El objetivo de su ley fundacional era proporcionar un sistema bancario más seguro y para ello se articuló que el sistema debería proporcionar al país una moneda "elástica" y dirigir sus operaciones "con vistas a acomodar el comercio y la actividad económica privada". Aunque existen discrepancias sobre el significado de una moneda "elástica", parece que dicho concepto significaba proporcionar una oferta monetaria que pudiera crecer o disminuir de forma flexible para adecuarse a las variaciones estacionales y cíclicas de la demanda, evitando así las crisis de liquidez a corto plazo que había provocado pánicos bancarios y acabado con bancos solventes. Adicionalmente, se le asignaban las funciones de prestamista de última instancia y de supervisión eficaz del sistema bancario. Aunque la Ley de la Reserva Federal permanece en vigor, sus objetivos han sufrido muchas enmiendas con el paso de los años. La Ley del Empleo de 1946 exigió al gobierno federal utilizar todos sus recursos para promover el máximo empleo posible y sometió a la Reserva Federal a esta disposición. Por último, la Ley de Pleno Empleo y Crecimiento Equilibrado de 1978 estableció una dualidad de objetivos macroeconómicos: la consecución del pleno empleo y la estabilidad de los precios. En resumen, hoy en día la Reserva Federal tiene una disparidad de objetivos, los cuales pueden ser contradictorios entre sí. El Sistema de la Reserva Federal actual está formada por una Junta de Gobernadores con sede en Washington (compuesta de siete miembros nombrados por el Presidente y confirmados por el Senado con un mandato de catorce años no renovable y solapados de forma que el 31 de enero de cada año par finaliza un mandato) y doce Bancos de la Reserva regionales. Cada Banco de la Reserva tiene una junta de nueve directores externos: tres de ellos representan a los bancos del distrito regional, mientras que el resto han de proceder de actividades distintas a las bancarias (tres son elegidos por los bancos del distrito y los otros tres por la Junta de Gobernadores). Los nueve directores, con el visto bueno de la Junta de Gobernadores, nombran al Presidente del Banco de la Reserva por periodos de cinco años renovables. La tarea de la Junta de Gobernadores consiste en formular la política monetaria mediante el establecimiento de la tasa de redescuento y de los coeficientes legales de caja. Además supervisa la red regional del Sistema y tiene tareas reguladoras del sistema bancario. Sin embargo, quien dirige en la práctica la política monetaria es el Comité Federal de Mercado Abierto, al ostentar la capacidad de llevar a cabo las operaciones de mercado abierto. Este Comité está compuesto por los siete Gobernadores de la Junta, más el Presidente de la Reserva Federal de Nueva York y otros cuatro Presidentes de Reserva que se van turnando por orden rotatorio cada año. En total, el Comité cuenta con doce votos y suele reunirse formalmente unas ocho veces al año. El Comité tiene un Presidente y un Vicepresidente, los cuales por tradición son el Presidente de la Junta de Gobernadores y el Presidente de la Reserva Federal de Nueva York, respectivamente. El Presidente de la Junta de Gobernadores es nombrado de entre los siete miembros de la Junta por el Presidente de la nación para mandatos renovables de cuatro años. Por último, los doce Bancos de la Reserva distribuyen la moneda,

compensan cheques, gestionan la deuda pública, prestan a los bancos a través de la ventanilla de descuento y supervisan a los bancos de su región que están asignados al cuidado del Sistema.

La Ley fundacional del Deutsche Bundesbank de 1957 establece que sus funciones son dos. En primer lugar, regular la cantidad de dinero en circulación y del crédito proporcionado a la economía con el objetivo de salvaguardar la moneda. En segundo lugar, asegurar la ejecución de los pagos internos y externos por parte de los bancos. También se le exige apoyar la política económica general del Gobierno federal, si bien se recoge expresamente que es independiente de las instrucciones de éste. El banco central alemán también cuenta con una estructura descentralizada, estructurada regionalmente. Está compuesto por la central de Francfort (el Bundesbank) y nueve bancos centrales que dan cobertura a los 16 Estados (o *länder*) de que se compone ahora la nueva Alemania unificada. El Gobierno federal nombra al Presidente y Vicepresidente del Bundesbank y a los otros cinco miembros de su Directorio. Los Presidentes de los nueve bancos centrales de los *länder* son nombrados por el Bundesrat (la Cámara Alta alemana) a propuesta del Gobierno del *land* de que se trate.

En cuanto a la perspectiva funcional, en la obra se repasan las distintas funciones que históricamente y en la actualidad han desempeñado los distintos bancos centrales que en el mundo han sido: el diseño y puesta en práctica de la política monetaria, la supervisión bancaria, la gestión del tipo de cambio, la gestión del sistema nacional de pagos y el préstamo de última instancia. En la práctica, existe una gran diversidad entre bancos centrales a la hora de llevar a cabo estas funciones. Por ejemplo, en el terreno de la política monetaria, algunos bancos como el Bundesbank son independientes para ejecutar la política que crean adecuada, mientras que otros bancos son meros brazos ejecutores de las políticas deseadas por el gobierno. En cuanto a la supervisión bancaria, existen bancos centrales que carecen de responsabilidades explícitas de supervisión, mientras que otros comparten dichas responsabilidades con otros organismos públicos o incluso las mantienen en exclusiva. La razón tradicional en contra de la supervisión por parte de los bancos centrales es que introduce conflictos de intereses que pueden poner en peligro los objetivos macroeconómicos de la política monetaria; en particular, existen banqueros centrales que creen que el crecimiento monetario y la inflación serían excesivos si el banco central decidiera manejar los tipos de interés con la vista puesta no sólo en los resultados macroeconómicos sino también en las cuentas de resultados y en los balances de los bancos privados. El contraargumento a favor de la supervisión por parte de los bancos centrales es que el conocimiento adicional de las operaciones de la industria bancaria obtenido a través de la supervisión directa mejora la evaluación que el banco central hace del estado de la economía y le ayuda así en la gestión de la política monetaria. Sin embargo, éste es un debate no resuelto.

La evolución de los bancos centrales se ha acelerado en los últimos años en lo que hace a sus estructuras institucionales y a sus objetivos últimos. Como consecuencia de que algunos de los países con bancos centrales más independientes del gobierno y con mandatos legales claros han disfrutado de menores tasas de inflación sin deterioro de sus magnitudes reales que otros países y también a causa de la evolución de la

teoría macroeconómica, en los últimos tiempos estamos asistiendo en todo el mundo a un impulso relativo de la función de implementación de la política monetaria por parte de los bancos centrales, a una definición más estricta de sus objetivos en términos de la estabilidad de precios y una dotación de mayor independencia institucional con respecto a los poderes políticos. Ejemplos claros en esta línea han sido los estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales contenidos en el Tratado de Maastricht, la novedosa legislación del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda de 1989 o los cambios institucionales habidos en el Banco de Francia en 1993 y en el Banco de España en 1994.

En el último capítulo del libro, los autores reúnen las líneas esenciales de su investigación para proporcionar sus propias conclusiones sobre la mejor manera de reconciliar los principios de la democracia con el concepto de una política monetaria que sea independiente del gobierno. Su punto de partida es que no debe darse nada por sentado respecto a los bancos centrales ya que éstos han sido creados en distintos momentos de la historia para actuar en mundos financieros muy diferentes y, por tanto, forman un grupo en exceso heterogéneo. Para los autores es obvio que un país necesita una institución cuya principal tarea sea la ejecución de la política monetaria. Como esta ejecución implica un proceso continuo que requiere una constante atención y un seguimiento riguroso, la institución podría asumir otras tareas pero sin entrar en conflicto con su propósito principal ni distraerle de él. El objetivo principal, si no el único, de la política monetaria debería ser la estabilidad de los precios. Los gobiernos no deberían tener la capacidad de implementar la política monetaria debido al peligro de que hicieran un uso inflacionista de ella. Sin embargo en una sociedad democrática no hay lugar para un banco central que sea completamente libre de elaborar sus propias políticas. La sociedad debe darle un mandato, bien directamente desde el poder legislativo o bien desde la Constitución. El público necesita garantías de que los banqueros centrales independientes del poder político persiguen objetivos que la sociedad aprueba. Por esta razón su mandato debería ser específico y no ambiguo: en lugar de la mera estabilidad de precios, el objetivo debería ser un objetivo de inflación numérico razonable ya que la transparencia aumenta la credibilidad de la política monetaria entre el público, al poder éste hacer un seguimiento de los progresos. Los autores también creen que los bancos centrales deberían renunciar a las tareas de supervisión bancaria directa, si bien defienden con firmeza la necesidad de que un banco central esté conectado con el mercado y de que tenga un departamento que se mantenga al día y asesore en relación con las prácticas de regulación. Organizada de manera separada del banco central, la supervisión puede crearse una sólida reputación, mientras que dentro del banco central siempre sufrirá la circunstancia de estar en un lugar secundario dentro de las prioridades. Al mismo tiempo, en tanto el banco central disponga de la capacidad única de crear base monetaria, desempeñará sin más remedio un papel esencial en el sistema financiero. La política monetaria no opera en el vacío, sino a través de bancos y de mercados. Por otra parte, algunos de los problemas más graves de la banca moderna surgen del riesgo moral, en especial del incentivo ofrecido a los bancos para actuar de forma irresponsable por esperar a ser rescatados por el banco central o por el gobierno. El banco central tiene que participar en el fondo de las cuestiones relativas a los rescates bancarios y a sus términos y condiciones. En resumen, los

responsables de los bancos centrales deben seguir ocupándose de la estabilidad financiera general.

Terminaremos señalando que el conocimiento de la historia ayuda a la comprensión del presente y este libro es, a un tiempo, histórico y actual. Nos encontramos, por tanto, con una obra muy interesante, que hará las delicias de cualquier estudioso de la banca central, ya sea experto o aficionado, debido a la sabia combinación de perspectivas que en ella se funden.

**José I. García de Paso**

*Profesor del Departamento de Economía Cuantitativa  
Universidad Complutense de Madrid*

***Diagnóstico sobre la Evolución de la Eficiencia de la Empresa Española, de Isidro de Pablo López y José Miguel Rodríguez Antón, Ed. AECA, Madrid, 1996***

El libro de referencia se fundamenta en una investigación que han realizado los profesores Isidro de Pablo López y José Miguel Rodríguez Antón, de la Universidad Autónoma de Madrid, sobre la evolución de la eficiencia de las empresas españolas. Estudio que ha sido editado por la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), especializada tradicionalmente en investigaciones y publicaciones relacionadas con temas contables, pero que cada vez apuesta en mayor medida por el tratamiento de otras facetas de la administración empresarial. En este sentido, el trabajo se inserta en una Comisión específica de Principios de Organización y Sistemas, que desde su constitución en 1983, ha dedicado un gran esfuerzo al estudio de la competitividad de la empresa española.

La idoneidad actual del libro radica en la necesidad acuciante de incrementar la competitividad de nuestras empresas, de cara al nuevo entorno de la Unión Europea con el que aspiramos a converger, ya que la competitividad de las empresas españolas no es otra que la competitividad general de nuestra economía. En tal sentido, para que una empresa sea competitiva y mantenga dicha competitividad a largo plazo es necesario que sea eficiente, tanto en su vertiente externa —esto es, en relación con la actuación de sus competidores— como interna —lo que se consigue a través de una mejora continuada de su gestión respecto a su propia actuación anterior—. Precisamente por la necesidad de competir en unos entornos cada vez más globales y dinámicos, la empresa española está abocada a desarrollar procesos de mejora continua de su eficiencia.

Desde el punto de vista formal, el estudio se estructura en las partes habituales que definen un trabajo de investigación (Introducción, Objetivos y Metodología, Caracterización de las Muestras, Contenido de la Investigación, Conclusiones y Anexos), y pretende efectuar, a lo largo de sus nueve apartados y 99 páginas, un diagnóstico sobre la evolución de la eficiencia de la empresa española desde 1983 hasta 1993, extrapolando su seguimiento hasta el momento actual.

Analiza, en primer término, cómo han influido una serie de variables exógenas en la competitividad de la empresa española y, en segundo término, cómo ha

CUADRO NÚM. 1  
FACTORES EXTERNOS

INFLUENCIA DEL ENTORNO	INFLUENCIA DE LAS POLÍTICAS GUBERNAMENTALES	EFFECTOS DE LA ADHESIÓN A LA U.E.
— Costes laborales unitarios	— Política fiscal	— Integración en la UE
— Evolución del tipo de cambio de la peseta	— Política de empleo	
— Tipos de interés	— Política educativa	
— Inflación	— Política industrial	
	— Política monetaria	
	— Política tecnológica	

CUADRO NÚM. 2  
FACTORES EXTERNOS

ACTITUD ESTRATÉGICA	ESTRUCTURA ORGANIZATIVA	SISTEMA DE GESTIÓN
— Predisposición hacia cooperación y alianzas	— Importancia de la línea de asesoramiento Staff	— Formación y capacidad de los equipos directivos
— Actitud innovadora	— Reducción de niveles jerárquicos	— Utilización de información
— Análisis de competidores	— Diseños organizativos más flexibles	— Utilización de mecanismos de control
— Mayor orientación hacia el mercado	— Descentralización de las unidades organizativas	— Utilización de sistemas de coordinación
— Preocupación por cambios del entorno	— Mayor delegación de autoridad	— Utilización de métodos de previsión y planificación
		— Utilización de métodos de gestión formales

CUADRO 3 NM.  
FACTORES INTERNOS: ÁREAS FUNCIONALES DE LA EMPRESA

PRODUCCIÓN	ÁREA FINANCIERA	ÁREA COMERCIAL
— Inversión en I+D	— Uso de criterios de selección de inversiones	— Segmentación de mercados
— Tiempo de lanzamiento de nuevos productos	— Coste de los recursos propios	— Política de post-venta
— Reducción de niveles de inventario	— Técnicas de gestión del crédito	— Política de distribución
— Sistemas de control de calidad	— Gestión de la tesorería	— Política de publicidad y promoción
— Sist. de planificación y control de inventarios	— Política de autofinanciación	— Política de precios
— Nuevas técnicas de decisión en producción		
ÁREA DE RR.HH.	ÁREA ADMINISTRACIÓN	
— Sistema de evaluación del rendimiento	— Aplicación de la contabilidad en la gestión	
— Profesionalización del proceso de selección	— Contabilidad de gestión	
— Políticas de retribuciones	— Técnicas de control presupuestario	
— Comunicación interna	— Incorporación de Tecnologías de la Información a procesos de dirección	
— Gtos. formación respecto a ventas	— Gastos generales respecto a ventas	
— Participación de empleados en la gestión		

evolucionado la eficiencia de cada una de sus áreas funcionales. Para ello se ha aplicado una metodología que engloba tres técnicas de investigación, desarrolladas en tres fases. Técnicas que se centran en el método de la elaboración de encuestas y discusiones opináticas, sobre un panel de "expertos" del mundo empresarial y académico.

Inicialmente, se aplica el método Delphi, que consiste básicamente en recoger la opinión de una serie de "observadores cualificados" sobre determinados aspectos. Más concretamente, se selecciona una muestra de expertos pertenecientes a tres segmentos de profesionales íntimamente relacionados con el ámbito empresarial (30 directivos de empresas, 20 consultores y 20 profesores universitarios del área de Economía de la Empresa), a quienes se les pide opinión acerca de la influencia del entorno macroeconómico, de las políticas gubernamentales y de la adhesión a la Unión Europea sobre la eficiencia de la empresa española, con el fin de determinar los factores externos que condicionan y explican su eficiencia y competitividad. Igualmente, para determinar cuáles son los factores internos, o inherentes a la propia empresa, que condicionan dicha eficiencia empresarial, se recaba su opinión acerca de

la evolución de la eficiencia del sistema de dirección y de las principales áreas funcionales de la empresa española (áreas financiera, comercial, de producción, de recursos humanos y de administración). Los cuadros núm. 1, 2 y 3 agrupan y sintetizan los indicadores utilizados para medir los diferentes factores explicativos considerados.

Posteriormente, la información recabada mediante las encuestas, que se realizan a través de dos cuestionarios —cuyos formatos se incluyen en el Anexo de la obra— se homogeneiza calculando la media y la desviación típica de las diferentes respuestas de cada uno de los aspectos analizados, para poder, de este modo, agrupar y sistematizar la información.

En una segunda etapa, se solicita, también mediante cuestionarios —cuyo modelo se puede consultar, igualmente, en el Anexo—, la opinión sobre los mismos aspectos a una muestra de altos directivos de las 2.500 mayores empresas españolas según el *ranking* de la revista Nueva Empresa. En este caso no se trata de conocer su opinión sobre la evolución de la competitividad de la empresa española, sino sobre cómo ha evolucionado realmente la competitividad de su empresa y

de su sector. La muestra de empresas encuestadas pertenece principalmente a los sectores de servicios, transportes y comunicaciones; en menor proporción a los sectores de energía y agua, minería y química, y maquinaria y material de transporte; todavía en un menor porcentaje al sector de la construcción; y finalmente también se incluyen algunas empresas de los sectores agrícola y ganadero, de comercio y hostelería y de otras industrias manufactureras. Además, predominan las empresas de gran dimensión y con domicilio social en Madrid.

Entre otras características de los grupos de personas encuestadas, destaca el alto grado de significación de la información recabada de los "expertos" académicos y consultores, debido al elevado índice de respuestas recibidas de ellos y a su homogeneidad. Del colectivo de altos directivos, únicamente se obtuvieron 52 respuestas válidas, aunque con un grado notable de homogeneidad en los resultados.

En la tercera y última fase de la investigación, sobre la base de toda la información ya disponible, se celebró un Foro de Expertos, formado por representantes de todos los estamentos o colectivos encuestados(1), para contrastar y validar las opiniones recogidas anteriormente.

Finalmente, la investigación concluye identificando los factores socio-económicos que más han afectado a la competitividad de la empresa española, así como las facetas de su dirección que han tenido un mejor y un peor desarrollo durante los últimos años. Más concretamente, según los colectivos encuestados, la evolución de las variables del entorno y de las políticas gubernamentales—especialmente la fiscal— han influido de forma bastante negativa en la eficiencia de la empresa española. Sin embargo, prácticamente todos los encuestados han coincidido en valorar positivamente la integración de España en la UE. En cuanto al Sistema de Dirección, se opina que ha evolucionado favorablemente, principalmente por sus mayores dosis de orientación hacia el mercado, de utilización de la información y de profesionalización de los equipos directivos. De las áreas funcionales, el colectivo de "expertos" del Delphi opina que la que mejor ha evolucionado es la de producción, mientras que los directivos piensan que ha sido la financiera. Sin embargo, ambos grupos coinciden en afirmar que la que peor ha evolucionado es la de recursos humanos. Por último, la opinión que los directivos españoles tienen sobre la evolución de la eficiencia de sus propias empresas es un poco más favorable que la que tienen sobre la eficiencia de las empresas de su sector y mucho más favorable que la que les suscita la eficiencia de la totalidad de las empresas españolas.

Las propias conclusiones del estudio evidencian las limitaciones de la metodología empleada para su elaboración. En primer lugar, una investigación basada en encuestas corre el riesgo de perder rigor al otorgar excesiva credibilidad a las opiniones de "expertos" y empresarios. Éstos, cuando opinen acerca de sus propias empresas, tratarán siempre de evidenciar y demostrar que son los más eficientes, sobre todo teniendo en cuenta la naturaleza optimista de la mayoría de los españoles. Además, no debemos fiarnos plenamente de que los cuestionarios se cumplimenten directamente por los altos directivos, ya que debido al escaso tiempo de que disponen, en alguna ocasión la contestará alguno de sus colaboradores.

Por otro lado, aunque se exponen algunos comentarios sobre las carencias estructurales de las PYME españolas, en cuanto a sus rigideces laborales, su capacidad de obtención de recursos financieros y sus menores posibilidades de internacionalización, tales evidencias no se contrastan con la investigación objeto de esta obra. Así, las conclusiones del estudio pueden únicamente extrapolarse a las grandes empresas españolas, dado que éstas han sido realmente las encuestadas, y no al grueso de empresas que componen el tejido empresarial español. Éste, según los últimos datos disponibles en el Directorio Central de Empresas del INE, se compone de un total de 2.301.559 empresas, de las que 1.636.171 son personas físicas, 149.617 sociedad anónimas, 355.094 sociedades de responsabilidad limitada, 782 sociedades colectivas, 119 sociedades comanditarias, 74.309 comunidades de bienes, 20.016 cooperativas, 60.485 asociaciones y fundaciones y 4.966 organismos autónomos.

Bien es verdad, para concluir, que tales matizaciones no desmerecen el intento del estudio por aproximarse a cuáles son los factores internos empresariales que explican en mayor medida la eficiencia y productividad de las empresas españolas; bien celosas, por cierto, de salvaguardar su propia información interna. Lo cual, unido a la carencia de bases de datos empresariales que representen adecuadamente la realidad española, hace que el método de realización de encuestas sea a veces el único posible para aproximarnos a un mayor y mejor conocimiento de nuestras empresas; y, en tal sentido, este libro constituye un buen punto de partida para estimular a directivos, profesionales y académicos a profundizar en la medida y permanente mejora de la competitividad de las empresas españolas: reto en el que jugamos nuestra plena integración con Europa.

## NOTAS

(1) En concreto, además de los Directores del Estudio, Isidro de Pablo López y José Miguel Rodríguez Antón, formaron el Foro de Expertos, D. Eduardo Bueno Campos, D. José María Gasalla, D. Francisco Grau, D. José Antonio Gutierrez, D. Francisco Ibisate, D. José Luis Lizcano, D. Juan Antonio Maroto, D. Patricio Morcillo, D. Antonio Martín Sánchez Cogolludo, D. Cesar Villarino y D. Raúl Oscar Yebra.

*Mónica Melle Hernández*

***The macroeconomy: private choices, public actions and aggregate outcomes, de Michael B. McElroy, New Jersey: Prentice Hall, 1996, XIX+487 páginas***

Si a un estudiante se le pregunta por el principal activo que puede acreditar un libro de texto es casi seguro que hará referencia a su claridad expositiva. Efectivamente, si esta cualidad es de agradecer en cualquier publicación—sea de un trabajo científico o no—, no cabe duda que pasa a primer plano cuando hablamos de literatura destinada a neófitos en un campo de estudio determinado. Siendo esto así, el autor de un manual puede sentirse plenamente satisfecho cuando el fruto de su trabajo es objeto de valoraciones como

la que figura en la cubierta del libro que comentamos, y ante la que no podemos sino asentir: "la fuerza de este manual reside en su evidente éxito en ofrecer una exposición del moderno análisis macroeconómico enfocada hacia el estudiante, de fácil lectura y accesible. McElroy triunfa donde muchos otros han tropezado, al hacer comprensible un campo que se ha visto envuelto en una controversia excesiva".

La obra consta de dieciséis capítulos estructurados en cinco bloques. En la primera parte ("Trazando el mapa del territorio") se introduce al lector en el terreno del análisis macroeconómico mediante una rápida revisión de sus principales tópicos. En ella, se insiste en el carácter escaso de los recursos materiales y la necesaria y continua elección que se hace al emplearlos; rasgos que para buena parte de la profesión, situada en la tradición marginalista, son necesarios y suficientes para justificar la utilidad y definir el objetivo de la ciencia económica.

A continuación, se pasa a presentar una versión sencilla del modelo neoclásico, que sirve de punto de partida para el desarrollo, ya en la segunda parte del texto ("Análisis macroeconómico básico"), del modelo keynesiano de demanda. La combinación de éste con el modelo neoclásico, que sigue siendo válido en el largo plazo, nos proporciona un esquema teórico de las relaciones macroeconómicas básicas —la denominada *gran síntesis neoclásica*— que se emplea para responder a las principales cuestiones en materia de política fiscal (capítulo cinco), política monetaria (capítulo seis) y comercio internacional (capítulo siete). En esta parte, y en comparación al contenido habitual de los manuales de macroeconomía, es reseñable la gran atención que McElroy concede al problema del déficit público contemplado desde distintas perspectivas: su medición, sostenibilidad —la desagradable aritmética de la deuda pública— o sus efectos de orden macroeconómico son cuestiones que han venido suscitando una fuerte polémica desde mediados de los años ochenta, especialmente en el caso de los EE.UU.(1).

La tercera parte ("Estabilización de los ciclos económicos y control de la inflación") es, a nuestro parecer, la más afortunada. En particular, el capítulo ocho, en el que se exponen de modo magistral las actuales aproximaciones al análisis del ciclo dentro de la corriente ortodoxa del análisis económico —nueva macroeconomía clásica, teoría del ciclo económico real y nueva macroeconomía keynesiana—. Mediante el recurso a las expectativas de los agentes económicos, las rigideces de precios y salarios y los *shocks* de oferta se dinamiza el modelo presentado en las secciones anteriores, lo que permite dar cuenta del proceso de ajuste del corto al largo plazo. A partir de este marco analítico general, el autor pone de relieve los puntos en común y las divergencias entre las distintas aproximaciones —más numerosos aquéllos y menos acentuadas éstas de lo que se suele suponer— y en relación a las teorías de las que, en mayor o menor grado, son herederas —neoclásica, keynesiana y monetarista—. Acto seguido, se discuten las posibilidades de la política de estabilización del ciclo (capítulo nueve) y se examinan en profundidad los problemas derivados de la inflación (capítulo diez) y el desempleo no cíclico (capítulo once).

En la cuarta parte del texto ("Dinámica a largo plazo, ahorro, inversión y crecimiento"), se adopta una perspectiva de largo plazo para analizar los factores determinantes del crecimiento de la producción agre-

gada potencial, entre los que destaca sobremanera la inversión; tanto en capital productivo como en infraestructuras, capital humano o I+D. Es esta importancia la que justifica el que se dedique todo el capítulo doce a estudiar las decisiones de inversión, recurriendo para ello a un modelo de elección intertemporal del consumo por parte de los hogares. El siguiente capítulo examina el funcionamiento de los mercados de capitales y su papel básico en el logro de una asignación eficiente de los recursos, al posibilitar el contacto amplio e impersonal de las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos; ya sean privados o públicos, sean nacionales o extranjeros. Además, se advierte de la causalidad bidireccional entre los mercados de capitales y las políticas macroeconómicas: los cambios en las políticas alteran los precios en los mercados de capitales, pero a su vez los movimientos en los mercados financieros son tenidos muy en cuenta por los gestores políticos al tomar sus decisiones.

Por fin, el capítulo catorce se enfrenta directamente con el fenómeno del crecimiento económico a largo plazo. En el terreno de la teoría se exponen el modelo neoclásico de crecimiento y los llamados *modelos de crecimiento endógeno*, que al abandonar la hipótesis de existencia de rendimientos a escala decrecientes en los factores acumulables, evitan tener que recurrir al progreso tecnológico exógeno para explicar la existencia de tasas de crecimiento de la renta per cápita positivas en el estado estacionario, tal y como hace el primero(2). Por su parte, en el terreno de la investigación empírica se hace referencia tanto a los estudios comparativos a nivel internacional —recordemos los hechos estilizados del crecimiento que Simon Kuznets esbozó ya en la década de los sesenta—, como a las versiones más o menos complicadas de la ecuación de contabilidad del crecimiento que Robert Solow formuló hace ahora cuarenta años. El capítulo se cierra con una amplia nota sobre la brusca caída en el crecimiento de la productividad que han experimentado las economías desarrolladas en el último cuarto de siglo y que, como es bien sabido, han dado lugar a un intenso debate entre los economistas(3).

El bloque último ("Modelos, medición y resultados") incide en la necesidad de la contrastación empírica de los diferentes modelos explicativos utilizando las técnicas econométricas adecuadas (capítulo quince). Sólo así tendremos elementos de juicio suficientes para discriminar entre las alternativas existentes y, por tanto, poder optar por uno u otro esquema de política económica a la hora de encarar los males que azotan nuestras economías. Precisamente, el último capítulo contiene un sumario de qué es lo que actualmente se sabe, con una certeza más o menos razonable, sobre el funcionamiento de las economías modernas y la efectividad y oportunidad de las distintas opciones de política macroeconómica, distinguiendo los aspectos sobre los que predomina el acuerdo entre los economistas de aquellos otros que siguen siendo objeto de fuertes controversias.

El libro toma como referente básico la economía estadounidense, haciendo escasas alusiones al resto de las economías desarrolladas y, menos aún, a la de los países en desarrollo; perspectiva que, por otra parte, es moneda corriente en los manuales de autores norteamericanos. Todos los capítulos finalizan con un resumen y un cuestionario de repaso que pretenden contribuir a una mejor comprensión de las ideas fundamentales. Además, incluyen una serie de referencias bibliográficas que remiten al lector a las publicaciones

cuya actualidad y/o influencia las hacen especialmente recomendables.

A lo largo de todo el libro se insiste en la importancia del marco institucional a la hora de explicar los buenos o malos resultados de una economía y, por ende, las diferencias internacionales en términos de crecimiento y nivel de renta per cápita.

Consideraciones que, siendo poco frecuentes en este tipo de obra(4) reflejan la influencia, reconocida por el propio autor, de la nueva economía institucional(5) y, particularmente, de los trabajos de Douglass North en este campo(6).

También hay que hacer mención de la encarecida defensa que hace McElroy de la economía seria frente a lo que cataloga como *pop economics*: una mezcla de prejuicios, intuición y sentido común que lleva a recomendaciones de política económica simplistas y de irrechazable atractivo desde una perspectiva ingenua de análisis coste-beneficio. Se trata, en definitiva, de lo que Paul Krugman ha bautizado como la economía de los "vendedores de políticas económicas", personajes que son objeto de la economía y, más concretamente, a los trabajos de Donald McCloskey —principal

Esta confianza en los resultados de la ciencia, en el logro de conocimiento objetivo por parte de los economistas, hace que las frecuentes alusiones a la retórica de la economía y, más concretamente, a los trabajos de Donald McCloskey —principal defensor del análisis retórico—, no hayan de ser entendidas como una aceptación de la perspectiva epistemológica de éste, sino como el simple reconocimiento de que, en la ciencia en general y la economía en particular, las metáforas y analogías son utilizadas muchas veces para aclarar y simplificar conceptos o argumentos complejos; e incluso como una manera de hacer amenas cuestiones que de otro modo serían hartamente tediosas. Se puede aceptar que los economistas utilizan los instrumentos retóricos para persuadir a los demás, pero no que esto sea lo único que hacen, tal y como parece sugerir McCloskey.

Por su nivel de dificultad para el lector, su incuestionable valor pedagógico y su actualidad, el texto del profesor Michael B. McElroy puede ser muy útil para aquellos que se aproximan por vez primera al estudio de la macroeconomía. En todo caso, es de justicia señalar que manuales como el de Charles Wyplosz y Michael Burda(8) o el más clásico de Rudiger Dornbusch y Stanley Fischer(9) tienen poco que envidiarle en cuanto a didáctica, a la vez que en su ruta por el ubérrimo territorio del análisis macroeconómico acaban mostrando al turista ocasional una mayor variedad de parajes que la presente guía.

## NOTAS

(1) Véase, entre otros, el artículo de Elsner, R. (1989), "Budget Deficits: Rhetoric and Reality", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3(1), pp. 73–93.

(2) Una introducción muy recomendable a la literatura más reciente sobre este tema es el libro de Xavier Sala-i-Martin (1994), *Apuntes de crecimiento económico*, Barcelona, Antoni Bosch.

(3) Véanse, por ejemplo, los trabajos incluidos en el "Symposium on the Slowdown in Productivity Growth" (1988), *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2(4), pp. 3–97.

(4) Si bien, son ampliamente reconocidas en la literatura más especializada. Ver, por ejemplo, Olson, M. (1993), "¿Por qué son tan acusadas y persistentes las diferencias en las rentas per cápita?", *Hacienda Pública Española*, nº 125.

(5) Dentro del paradigma institucionalista es posible distinguir varias corrientes. La autodenominada "nueva economía institucional" es la que se encuentra más próxima a la economía ortodoxa. Comparte con ella pilares heurísticos —racionalidad, optimización, búsqueda de soluciones de equilibrio...—, y su verdadero objetivo es el de ampliar el alcance del neoclasicismo convencional. Véase al respecto el *survey* de Samuels, W.J. (1995): "The Present State of Institutional Economics", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 19, pp. 569–590.

(6) Véase, por ejemplo, el texto de la conferencia que éste pronunció en el acto de entrega del Premio Nobel de Economía que le fue concedido en 1993 (publicado en castellano en North, D. (1994): "La evolución de las economías en el transcurso del tiempo", *Revista de Historia Económica*, vol. 12, pp. 763–778).

(7) Krugman, P. (1994), *Vendiendo Prosperidad. Sensatez e insensatez económica en una era de expectativas limitadas*, Barcelona, Ariel.

(8) Wyplosz, C. y Burda, M. (1994), *Macroeconomía: un texto europeo*, Barcelona, Ariel.

(9) Dornbusch, R. y Fischer, S. (1994), *Macroeconomía*, (sexta edición), Barcelona, McGraw-Hill.

Santiago Lago Peñas

**El desafío de la moneda única**, de Joan Elias, Colección Estudios e Informes, nº 7, 1996, Servicio de Estudios de La Caixa, 151 págs.

La última Cumbre del Consejo Europeo, celebrada en Madrid a finales del pasado año, supuso un gran avance en el proceso hacia la moneda única, ya que además de acordar su nombre definitivo "EURO", se fijó, en la misma, la fecha y el calendario de su implantación, y lo que es más importante se logró la reafirmación del compromiso político de avance hacia la unión monetaria. De esta manera con la implantación del euro, aunque se trata de un proyecto complejo, se habrá logrado la culminación del proceso de la Unión Económica y Monetaria previsto en el Tratado de Maastrich.

La plena instauración de la Unión Económica y Monetaria traerá consigo la implantación de un nuevo orden económico que exigirá un enorme esfuerzo de adaptación, que en la práctica dista mucho de ser automático, donde será preciso abordar determinadas reformas estructurales, para que la consecución de la unión monetaria resulte viable. En el estudio que nos ocupa se hace hincapié en los principales cambios que será preciso realizar para hacer viable la entrada en vigor de la moneda única, así como también intenta despejar desde esta perspectiva la multitud de incógnitas de corte legal, económico y político que la UEM lleva aparejadas, cuya clarificación contribuirá a la mejor comprensión de la magnitud del proceso, además

de una mayor aceptación de los sectores implicados en el mismo. En definitiva, por su trascendencia e importancia, el tema nos obliga a conocer mejor en qué consiste la creación de la moneda única, qué obstáculos deben superarse y qué es lo que cabe esperar de ésta. Son preguntas que encuentran su respuesta en el presente estudio, donde la principal incógnita se encuentra en saber qué países van a formar parte del grupo inicial.

En la primera parte del trabajo, se aportan muy someramente los fundamentos sobre las que se asienta la Unión Económica y Monetaria, tanto en el orden político como económico, y se estudian también, a través de los documentos existentes sobre el tema, los argumentos que normalmente se utilizan para valorar la conveniencia o no de la implantación de una moneda única, llegándose en el mismo a una conclusión positiva, pero el autor no sólo advierte de los posibles peligros puede acarrear la transición sino también de los elevados costes que podría suponer llevar a cabo todo el proceso de adaptación, teniendo muy en cuenta que un mal diseño de este período transitorio puede hacer fracasar todo el proyecto.

En la segunda parte de la obra, se efectúa el estudio desde el origen histórico de la unión europea, partiendo de la creación en 1950 de la Unión Europea de Pagos por los miembros de la OECE, que según el autor son los primeros intentos realizados para alcanzar una unión económica y monetaria, y sintetiza los esfuerzos que a su juicio deberán efectuarse para averiguar si el resultado de la implantación de la moneda única estará en función de la capacidad de adaptación a los cambios en las actuales condiciones de competitividad externas e internas del país en cuestión. Con el fin de facilitar la comprensión del tema, resultan de gran utilidad los cuadros sinópticos que se incluyen en esta parte de la obra, en los que se muestra la estructura del período de transición dividido en tres fases perfectamente delimitadas, en las que además de explicar el proceso nos expone, de manera concisa, cuáles son los criterios de convergencia que debe satisfacer el estado aspirante para participar en la moneda única.

Por último, es evidente que nos encontramos en período preparatorio, donde será preciso en su día y como consecuencia final del proceso, modificar la legislación vigente en cada país participante para poder asumir el marco legal necesario que requiere la implantación del euro. A juicio del autor será una tarea de la que pueden surgir complicaciones que resulta difícil adelantar por no encontrarse concretadas, pero lo que sí se asegura en el trabajo que nos ocupa es que la normativa de cada país deberá abordar todos los aspectos que puedan ser causa de conflicto como consecuencia de la nueva situación jurídica.

En este tercer capítulo, que a mi juicio es el más interesante, se atreve Joan Elías a dar respuesta a algunas de las interrogantes que se encuentran en la mente de todos aquellos que de alguna manera siguen el proceso de cerca, como podrían ser la conveniencia o no de la entrada de España en la UEM; ¿convendría

a España una cláusula de excepción, como ocurre con el caso del Reino Unido y Dinamarca por la que no están obligados estos países a pasar a la moneda única, a menos que así lo decidan sus respectivas instancias nacionales? ¿Qué ocurrirá con los países que queden fuera?

En el estudio también se intentan aclarar conceptos básicos, como el significado de lo que se ha venido en llamar el Pacto de Estabilidad, por el que se asume, por parte de los países participantes, la instauración como norma y como objetivo del presupuesto equilibrado o con desviaciones mínimas, en el que el autor opina que se trata de una propuesta ambiciosa, teniendo en cuenta que desde los años setenta la norma en las economías europeas ha sido el desequilibrio del presupuesto público.

Entre los interrogantes que se refieren a los aspectos jurídicos, a modo puramente enunciativo, se podría adelantar que la futura normativa deberá precisar de manera clara, entre otras materias, la relación entre el euro y las monedas nacionales; la equivalencia legalmente exigible en todo tipo de activos financieros; la continuidad o no de los contratos celebrados con anterioridad a 1999 y cuya validez se prolongue más allá de la vigencia de la moneda nacional y su sustitución por el euro. Es opinión del autor del trabajo que estos contratos seguirán en vigor, a no ser que en los mismos figure expresamente una cláusula en la que se disponga otra cosa, aunque advierte que será preciso ser extremadamente cautelosos, ya que podría darse la situación de intentar aprovechar el momento, para desvincularse de lo pactado o no cumplir estrictamente lo convenido. Se podría alegar, a modo de ejemplo, que no es lo mismo tener que pagar dentro de diez años en pesetas que tener que hacerlo en euros, o que no es lo mismo un interés en pesetas, que ese mismo interés en euros. El autor resalta también de una manera especial que se trata de una perspectiva preocupante por la incidencia que podría suponer a nivel jurídico y financiero la revisión de millones de contratos.

A modo de conclusión, lo que queda muy claro es que el día 1 de enero de 1999 es la fecha prevista para el inicio de la tercera fase de la UEM -si no se modifica el calendario previsto-, aunque el auténtico paso hacia la moneda única se dará a partir del 1 de enero de 2002, fecha en que se abrirá un período de seis meses a lo largo del cual debe retirarse la moneda nacional y sustituirse por el euro.

Se trata, en definitiva de un trabajo sencillo y clarificador, que permite al lector conocer los pasos que será necesario seguir hasta la culminación del proceso de integración que se inició hace medio siglo. Además, intenta concienciar al lector que la clave del éxito se encuentra en la colaboración de todos; gobierno, empresas y ciudadanos, para sentir la satisfacción de que al menos se ha intentado. Esto porque es opinión del autor que una vez terminado todo el proceso, los más beneficiados serán los consumidores y las empresas.

*Pilar Egido*



**PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA**

**Últimos números publicados:**

- N.º 66. España ante la economía global  
 N.º 67. Disparidades económicas regionales

**PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO**

**Últimos números publicados:**

- N.º 54. Problemas actuales del mercado crediticio  
 N.º 55. Fondos de inversión. Una industria en auge

**ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS**

**Últimos números publicados:**

- N.º 14. Castilla y León  
 N.º 15. Canarias

**CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA**

**Últimos números publicados:**

- N.º 115. Ahorro y economía  
 N.º 116. Presupuestos 97: exigencias actuales y compromisos futuros

EN INTERNET: [HTTP://WWW.CECA.ES](http://www.ceca.es)

FUNDACIÓN FONDO PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 19. 28036 Madrid. Tfno. 3504400

AÑO 1996



- Papeles de Economía Española* (suscripción) ..... 7.500 Pts.
- Números sueltos ..... 2.300 Pts.
- Perspectivas del Sistema Financiero* (suscripción) ..... 7.000 Pts.
- Números sueltos ..... 2.250 Pts.
- Cuadernos de Información Económica*, un año ..... 10.000 Pts.
- Números sueltos ..... 1.300 Pts.
- Documentos de Trabajo* (números sueltos) ..... 1.000 Pts.
- Microfichas (número suelto) ..... 1.300 Pts.

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío     Giro postal Núm. ....     Cheque bancario.
- Domiciliación bancaria (facilítenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o razón social .....

Actividad o Departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C.P. .... Provincia o país .....

Fecha .....

Firma o sello,

Precio de este ejemplar de Cuadernos.- 1.300 pts.



ISSN 8411329386



9 778411 32938 6

