

DOCUMENTO DEL MES

DISCURSO DE PRESENTACION DEL INFORME ANUAL,
PRONUNCIADO POR EL GOBERNADOR ANTE EL CONSEJO
GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA

**DISCURSO DE PRESENTACION DEL INFORME ANUAL,
PRONUNCIADO POR EL GOBERNADOR, LUIS ANGEL ROJO,
ANTE EL CONSEJO GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA**

Señores Consejeros:

El Informe Anual del Banco de España que tengo la satisfacción de presentar, hoy, ante ustedes, se refiere a un período especialmente difícil tanto para el conjunto de los países industrializados como para la economía española.

Los países industrializados se han visto dominados, en estos últimos años, por una fase de recesión más intensa y duradera que lo previsto, sin que la recuperación acabe de cobrar vigor, en unos casos, ni se anuncie para un horizonte cercano, en otros. Las economías que se adentraron primero en el período contractivo -como Estados Unidos, Canadá, el Reino Unido y otros países anglosajones- muestran tasas de crecimiento de la demanda y el producto más firmes o parecen estar saliendo de la recesión, como en el caso británico; pero ninguna de ellas se ve libre de retrocesos e incertidumbres, en unos procesos de recuperación cuyo afianzamiento se confía al año 1994. Las economías que se han incorporado más tardíamente a la recesión -entre las que se encuentran Japón y la mayoría de las de la Comunidad Europea- no parecen haber superado aún, por su parte, la fase más baja del ciclo, sus expectativas de recuperación en 1993 son muy escasas y dependerán, de modo crucial, en 1994, de las políticas económicas que instrumenten en los próximos meses. Vivimos, en definitiva, momentos en los que es importante tratar de extraer lecciones de la experiencia y de los errores del pasado reciente, y reflexionar sobre las líneas más adecuadas para actuar en el futuro cercano.

Las causas generales de la atonía persistente de la actividad económica son de índole diversa. En primer lugar, están las características del período precedente de auge: por una parte, su intensidad y duración, capaces de inducir errores y desajustes abundantes y de lenta depuración posterior: por otra, los fuertes aumentos registrados en los precios de los activos financieros y reales y en el nivel de endeudamiento de las familias -consecuencia, en buena medida, de procesos de desregulación financiera, cuyos efectos no fueron adecuadamente atendidos por las políticas monetarias-, que han conducido, en la recesión, a desajustes patrimoniales entorpecedores de la recuperación. En segundo lugar, aparecen la insuficiente coordinación de las políticas

**TIEMPOS DIFICILES
PARA LA ECONOMIA**

**Intensa recesión y
recuperación lejana
en los países indus-
trializados.**

**Diversas causas de la
atonía.**

económicas entre los principales países -expresada, sobre todo, en intensas fluctuaciones de los tipos de cambio entre las divisas más importantes- y la falta de entendimiento en torno a la liberalización del comercio mundial -que ha generado un sentimiento de incertidumbre sobre el curso futuro de la economía mundial-. A ello se han sumado las diversas perturbaciones que han afectado a la economía internacional en los últimos años, bien de manera transitoria, como el conflicto del Golfo Pérsico, bien de modo más permanente, como la crisis y desmembración de la antigua Unión Soviética, la transformación de los regímenes de economía planificada de la Europa central y del este y la reunificación de Alemania.

Los efectos del proceso de reunificación de Alemania han tenido especial relevancia para la evolución de la recesión en Europa. Las consecuencias de ese proceso sólo se apreciaron debidamente con tardanza; en parte, porque la propia República Federal cometió, en un principio, errores del lado del optimismo sobre la situación en que se encontraba la economía de Alemania oriental y, por tanto, sobre la intensidad y duración del esfuerzo que exigiría su integración; y, en parte, porque la expansión de la demanda alemana, como resultado inicial de la reunificación, durante los años 1990 y 1991, contribuyó a paliar transitoriamente el debilitamiento de la actividad en Europa. Las consecuencias negativas del proceso sólo se pusieron de manifiesto, de un modo un tanto dramático, a lo largo de 1992, cuando la política antiinflacionista del Bundesbank -orientada a contener los impulsos provenientes del déficit público y los aumentos salariales- afectó, finalmente, a la economía alemana y ésta transmitió efectos contractivos al resto del área europea, tanto a través de la demanda como al impedir que otros países, bajo la restricción de sus compromisos cambiarios en el seno del Sistema Monetario Europeo (SME), redujeran los tipos de interés para alentar sus economías. Este bloqueo de la política monetaria resultó especialmente relevante en unos momentos en los que la mala evolución de las cuentas públicas -resultado tanto de las políticas expansivas erróneamente desarrolladas en el auge anterior como de los efectos automáticos de la debilidad coyuntural sobre los ingresos y los gastos públicos- impedía, en general, utilizar las armas fiscales para combatir la recesión.

Consecuencias negativas del proceso de reunificación alemana.

La conjunción de la política económica del proceso alemán de reunificación con el avance de la recesión en Europa ha sido también un factor básico en la generación de la crisis del SME, la cual, al aumentar la incertidumbre y dañar las expectativas, ha contribuido, a su vez, a intensificar los factores contractivos en Europa. El nivel alcanzado por los tipos de interés alemanes exigió que los del resto de los países del área se situaran, o mantuvieran, en cotas difícilmente compatibles con la tónica de debilidad creciente de sus economías, planteando así difíciles dilemas de política económica que los mercados no podían ignorar. Ello hubiera suscitado graves tensiones en el mecanismo de cambios del SME, aun a falta de otras complicaciones; pero éstas se hicieron presentes con fuerza, como resultado del pesimismo sobre el proyecto de Unión Europea, que se extendió tras la firma del Tratado de Maas-

Crisis del SME.

tricht y que culminó con el rechazo de dicho Tratado en el referéndum danés de 2 de junio de 1992.

Este resultado puso, en efecto, en cuestión la ratificación del Tratado en las fechas y los términos previstos, abrió graves incertidumbres sobre el proceso de avance hacia la Unión Monetaria e indujo a los mercados a revisar su confianza en una convergencia, sin sobresaltos, de los países comprometidos en dicho proceso. Los mercados pasaron a prestar una mayor atención a los dilemas de política económica que los altos tipos de interés irradiados de Alemania planteaban a los países enfrentados con la recesión, incluso a aquellos que estaban libres de desequilibrios monetarios serios, y se preguntaron sobre la probabilidad de mantener políticas con tan elevado coste. Los mercados pasaron también a examinar las divergencias entre la evolución económica efectiva y la prevista en los programas de convergencia de varios países -entre ellos, España-, y pusieron en duda que esos programas fueran a cumplirse con más vigor si el proceso diseñado en Maastricht entraba en una fase de marasmo. El resultado de ese cambio de actitud de los mercados fue una revisión de los valores más probables de un buen número de monedas y la consiguiente instrumentación de ataques a las mismas, que llevaron a las devaluaciones de unas, al abandono del mecanismo de cambios del SME por otras y a la generación de un grave clima de inestabilidad en este último.

Clima inestable del SME.

Una actuación concertada y temprana, conducente a un reajuste general de paridades y tipos de interés, hubiera, seguramente, reducido la amplitud y los costes del período de perturbaciones abierto por aquella conjunción de dificultades; pero tal coordinación no fue posible, en buena medida, por consideraciones políticas.

El reajuste no fue posible.

El reciente voto danés favorable a los acuerdos de Maastricht ha venido a paliar las incertidumbres abiertas por los resultados negativos del primer referéndum. Parece ahora mucho más probable que el Tratado de Unión Europea se vea ratificado por todos los países miembros de la Comunidad, dentro de este año. No significa esto, sin embargo, que el camino vaya a quedar libre y expedito, porque hay un conjunto de problemas acumulados a los que habrá que dar solución antes de seguir adelante.

Prioridad en la solución de problemas.

Algunos de esos problemas -como los de las políticas exterior y de defensa comunes, justicia y asuntos interiores o el de la ciudadanía comunitaria- exceden ampliamente del ámbito económico, pero son parte central del proyecto de Unión Europea. En esos y otros campos, incluido el económico, es necesario aclarar y precisar hasta qué punto los textos de Maastricht se acomodan a las voluntades nacionales de los países miembros; porque, aun cuando la superación de las reticencias nacionalistas forjadas en la Historia y de las resistencias a la introducción de una mayor competencia en el ámbito del mercado comunitario interior constituyen el corazón mismo del proyecto, nada sería tan nocivo para el futuro de éste como partir de un Tratado plagado de excepciones en

Aclarar a qué obliga y compromete Maastricht.

favor de uno u otro país o, lo que quizás fuera peor, rodeado de interpretaciones dispares sobre el significado de su aplicación. Ese esfuerzo de aclaración y precisión es también de la mayor importancia en relación con el proceso de ampliación de la Comunidad a nuevos países miembros, los cuales deben saber estrictamente a qué se obligan y a qué se comprometen con su acceso.

La mejora en las expectativas de ratificación del Tratado debería llevar también un examen riguroso y pragmático de las condiciones y ritmos de avance hacia la Unión Monetaria, así como de las posibilidades de funcionamiento estable del SME hasta la constitución eventual de la Unión. Cuando se discutieron y negociaron los textos de Maastricht no se previeron adecuadamente los efectos de la recesión, que iba afectando progresivamente a las economías industriales, ni las consecuencias del desplome de los sistemas socialistas y del proceso de reunificación de Alemania. Hoy, Europa se encuentra sumida en una compleja situación de recesión, baja inversión y aumentos sustanciales de las tasas de paro a la que los países de la Comunidad han de buscar una salida, como tarea urgente, a través de una recuperación del crecimiento, pero sin renunciar a una mejora de la competitividad y de la flexibilidad de los mercados. Al mismo tiempo, los errores fiscales del auge, el esfuerzo de la reunificación, en el caso alemán, y los efectos negativos de la debilidad cíclica sobre los presupuestos públicos nacionales han llevado a la gran mayoría de los países comunitarios a una situación en la que no cumplen, hoy, los requisitos fijados en Maastricht para el acceso a la Unión Monetaria y desde la que existen dudas de que puedan cumplirlos, sin afectar negativamente a la deseada recuperación, en los plazos inicialmente previstos para crear la Unión Monetaria. Parece necesario, por tanto, iniciar una reflexión encaminada a encontrar un camino que haga compatible la superación de los problemas actuales con un ajuste de los horizontes relativos a la creación de la Unión Monetaria -una reflexión cuyas conclusiones deberían contribuir a la mejora de las expectativas, que es básica para un funcionamiento razonable del mecanismo de cambios del SME-.

Este último constituye un elemento central en el proceso de integración monetaria europea: es un núcleo de cooperación y una referencia de estabilidad para los países participantes. Por ello, parece también necesaria una reflexión sobre sus condiciones de funcionamiento estable. Un sistema de tipos de cambio fijos, aunque cooperativamente ajustables, responde, en último término, a un esquema muy sencillo, de modo que es probablemente cierta la dificultad de introducir en él reformas que intenten corregir los elementos de inestabilidad sin perturbar aún más su funcionamiento o sin desvirtuarlo -como han señalado los recientes informes del Comité Monetario y del Comité de Gobernadores de la CE-. Es un hecho, sin embargo, que los tipos de cambio fijos, la libertad plena de movimientos de capitales y la autonomía de las políticas económicas nacionales para atender los problemas de estabilidad interna son difícilmente compatibles entre sí y que sus fricciones tienden a generar fácilmente presiones desestabilizadoras en

Cambio de plazos en la creación de la Unión Monetaria.

Ajuste de paridades en el SME.

áreas, como la del SME, en la que conviven una pluralidad de economías altamente interrelacionadas. El Sistema funcionaría mejor, sin duda, si -como también indican los informes que he mencionado- la supervisión conjunta de las economías cuyas monedas participan en el mecanismo de cambios permitiera ajustar rápidamente las paridades cuando las fricciones lo justificaran; pero no cabe ignorar la dificultad de que esos ajustes cooperativos se adopten en el momento adecuado, teniendo en cuenta la prontitud con que actúan los mercados sin apoyarse en estudios complejos.

De los problemas recientes del SME, la primera y más sencilla lección que cabe extraer -y también la que más directamente afecta a España- es la imposibilidad de mantener indefinidamente una moneda sin sobresaltos en el mecanismo de cambios del Sistema si la economía correspondiente no realiza los esfuerzos necesarios para adaptarse a la tónica de estabilidad marcada por los países centrales del área. Si la combinación de las políticas monetaria y fiscal es inadecuada y el país registra una inflación persistente de costes y precios, la moneda podrá mantenerse sobrevaluada durante algún tiempo -sosteniendo artificialmente los salarios reales del país-, pero, antes o después, los mercados impondrán una depreciación del tipo de cambio, como ha ocurrido con la peseta.

Una segunda lección, igualmente importante, consiste en que si la economía y la política económica del país cuya moneda funciona como «ancla» del Sistema registran perturbaciones duraderas, las dificultades y la inestabilidad se extenderán a toda el área. Sólo actuaciones conjuntas y tempranas de los países miembros, relativas a la estructura de paridades y de tipos de interés, podrán evitar etapas costosas de inestabilidad, que, una vez iniciadas, tenderán a autoalimentarse.

La tercera lección, de la que resulta más difícil extraer consecuencias prácticas, se refiere al papel desempeñado por los mercados internacionales de capitales en las etapas de inestabilidad cambiaria. Dichos mercados han experimentado un crecimiento extraordinario en las dos últimas décadas, como consecuencia del desarrollo tecnológico y de los procesos de liberalización financiera que se han desarrollado tanto en el ámbito internacional como en los diversos mercados nacionales. Este proceso ha traído consigo un notable aumento de las carteras transfronterizas de activos financieros, que se han concentrado, de manera especial, en manos de los grandes inversores institucionales -fondos de inversión y de pensiones, compañías de seguros y otros tipos de intermediarios especializados-. Estos grandes inversores institucionales, que mueven enormes patrimonios, se han ido involucrando de manera cada vez mayor en los mercados de divisas -por razones de cobertura de riesgos o de especulación- y los mercados de cambios se han vuelto cada vez más sensibles a su actuación. Las entidades de depósito tradicionales también se han incorporado, como es lógico, a la carrera de la internacionalización, donde han encontrado buenas oportunidades de negocio. Al mismo tiempo, en algunos países, la relajación de los

LECCIONES DEL SME.

Los mercados imponen los tipos

La inestabilidad tiende a autoalimentarse.

Mercados internacionales e inestabilidad cambiaria.

requisitos prudenciales para la cobertura de riesgos en moneda extranjera y, en todos, su insuficiente adaptación al fenómeno de la innovación financiera han alentado estrategias más audaces de gestión de carteras internacionales, lo que se ha reflejado en una mayor propensión a la asunción de posiciones abiertas en divisas, orientadas, con frecuencia, a la ganancia especulativa a muy corto plazo. La aparición y el desarrollo de mercados financieros derivados sobre divisas -futuros y opciones- y sobre instrumentos financieros denominados en unas u otras monedas han posibilitado, por su parte, una cobertura más adecuada de los riesgos en moneda extranjera, pero también han ofrecido nuevos vehículos para estrategias de especulación -aunque cabe señalar que futuros y opciones han desempeñado un papel menor en las recientes perturbaciones cambiarias-.

Esta evolución reciente de los mercados financieros internacionales, capaces de movilizar ingentes volúmenes de recursos, muy ágiles, líquidos y desregulados, ha traído consigo los beneficios propios de una mayor eficiencia a nivel mundial; pero como todo el fenómeno de la globalización -del que ese desarrollo financiero es parte muy importante-, no sólo genera beneficios. El desajuste entre la globalización financiera y el ámbito limitado de las políticas nacionales impone restricciones muy estrictas a estas últimas y puede imponerlas también costes considerables. Las políticas nacionales han de ganar y conservar, día a día, su credibilidad ante los mercados, y esta disciplina es, en principio, beneficiosa; pero los mercados, con sus movimientos asociados a cambios de expectativas no siempre justificados y sus estrategias de ganancias a corto plazo, pueden también condicionar negativamente las políticas económicas a través de presiones devaluatorias e imponerles cambios ni deseados ni deseables. Y los mercados pueden, por las mismas razones, introducir graves elementos de inestabilidad en sistemas cambiarios de paridades fijas, especialmente en períodos de perturbaciones e incertidumbre.

No cabe concluir de esta constatación, sin embargo, la conveniencia de volver a los controles de cambios, que si se aplican de modo limitado sólo tienen una eficacia temporal y pasajera, no exenta de costes, y si se amplían más pueden ocasionar daños superiores a los que intentan prevenir. La única conclusión que parece derivarse de las realidades de la globalización financiera para la integración monetaria europea es la conveniencia de constituir la Unión Monetaria tan pronto como sea posible -puesto que uno de los principales argumentos en favor de ésta es, precisamente, la respuesta al reto de la globalización-.

Este es un tema de reflexión y negociación que reviste la mayor importancia, pero cuyas dificultades no cabe ignorar: por una parte, las presiones de la recesión tienden a favorecer, en estos momentos, el aplazamiento de cualquier reconsideración de los compromisos asumidos; por otra, esa reconsideración debería respetar el ímpetu político comunitario que inspiró e hizo posibles los textos de Maastricht; por último, algunos países centrales del SME se resisten a entrar en

Desajustes de la globalización financiera.

Urge constituir Unión Monetaria.

revisiones que pudieran conducir a un debilitamiento de las exigencias básicas de estabilidad contenidas en los criterios de elegibilidad para acceder a la Unión Monetaria -preocupación razonable, porque el proceso europeo de integración monetaria ha de mantenerse, en cualquier caso, sin debilitar los requerimientos de estabilidad-. Aunque las dificultades son obvias, también lo es, sin embargo, la necesidad de hacer más claro el futuro para asentar las orientaciones y los ritmos de las políticas económicas dentro del proyecto de la Unión Europea.

Entretanto, es importante que el mecanismo de cambios del SME se refuerce y se estabilice -a ser posible, con la vuelta de las dos monedas importantes que están fuera del mismo en estos momentos-. La flotación, como alternativa, no promete una mayor estabilidad cambiaria sino todo lo contrario, lo cual tendría consecuencias negativas para la consolidación del mercado interior comunitario. Por otra parte, el mecanismo de cambios del SME proporciona una referencia de estabilidad, cuya pérdida sería grave para las economías de dimensión media y pequeña que tratan de acercarse al núcleo estable de Europa.

Reforzar el mecanismo de cambios del SME.

* * *

A lo largo de 1992, la economía española entró, con un cierto retraso con respecto a la mayoría de países europeos, en una fase de recesión, que, según los datos disponibles, ha continuado durante los primeros meses de 1993, registrándose tasas de variación negativas en la demanda y en el producto. Los desequilibrios económicos generados durante la etapa de fuerte crecimiento económico, agravados por la ineficiencia y las rigideces estructurales que aquejan al aparato productivo español, se han hecho más apremiantes en el actual entorno recesivo y han subrayado la necesidad de introducir reformas y adoptar decisiones encaminadas a su corrección.

DESEQUILIBRIOS DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA.

El Informe Anual que presento, hoy, ante ustedes describe con detalle la evolución reciente de la economía española, por lo que voy a limitarme a señalar sus principales rasgos, de modo que me sirvan de base a algunas consideraciones posteriores sobre las líneas deseables de actuación en la delicada situación actual.

Al comienzo de 1992, el ritmo de crecimiento real del producto interior bruto de la economía española era del orden del 2%, no muy distinto del que se había alcanzado a lo largo del año anterior. Este ritmo de actividad, aunque superior al que registraba en aquel momento la mayoría de los países de nuestro entorno económico, marcaba una tónica de desaceleración, era insuficiente para impedir la caída del empleo y resultaba insostenible, a medio plazo, por los desequilibrios que lo acompañaban.

Desaceleración de la actividad económica.

El crecimiento de la demanda nacional se basaba en el consumo privado y público, en tanto que la formación bruta de capital fijo continuaba debilitándose, ya que la inversión en equipo no consolidaba

Crecimiento de costes y pérdida de competitividad

sus débiles síntomas de recuperación y el sector de la construcción se desaceleraba intensamente a medida que finalizaban los proyectos de obras públicas programados en años anteriores. El avance del consumo privado se sustentaba en los fuertes aumentos salariales y en las transferencias netas recibidas, por las familias, de las Administraciones Públicas; y el del consumo público era el resultado de una política presupuestaria que se había diseñado sin afrontar de forma decidida la corrección del desequilibrio de las cuentas públicas. En cuanto a la demanda exterior, su aportación al crecimiento del producto real iba siendo cada vez más negativa, como consecuencia de la pérdida de dinamismo en las exportaciones, que se resentían de la caída de la demanda europea, y de la fortaleza de las importaciones de bienes y servicios, sobre todo en su componente de bienes de consumo. Tanto las exportaciones como las importaciones reflejaban, además del comportamiento de las demandas exterior e interior, respectivamente, las consecuencias de una pérdida de competitividad derivada de un crecimiento de los costes persistentemente superior al de nuestros principales competidores.

Aquella tasa de crecimiento de comienzo de año, aunque modesta, no podía mantenerse mucho tiempo: por una parte, estaba abocada a sufrir los efectos contractivos resultantes, primero, de la paulatina finalización de los proyectos relacionados con los Juegos Olímpicos de Barcelona y la Exposición Universal de Sevilla y, después, de la propia conclusión de estos dos acontecimientos en los meses siguientes; por otra parte, sus soportes generaban desequilibrios que habían de acabar erosionando ese crecimiento. Así, las fuertes alzas salariales insensibles al debilitamiento de la demanda, que eran uno de los apoyos básicos del avance del consumo privado, incidían negativamente sobre la inversión, deterioraban la competitividad de la economía y, al incentivar la destrucción de empleo, habían de concluir por afectar negativamente a la renta y al consumo de las familias. Al mismo tiempo, el consumo público y las transferencias netas de las Administraciones Públicas a las familias -otro de los soportes del consumo privado- presionaban crecientemente sobre el déficit público, a pesar de las elevaciones operadas en la imposición indirecta, y hacían inevitable una pronta adopción de medidas fiscales de sentido contractivo. Finalmente, todo ello impulsaba la aceleración de la tasa de inflación, próxima al 7% en los primeros meses del año, y alentaba una rápida ampliación del desequilibrio exterior, completando un cuadro de desequilibrios cuya corrección se hacía necesaria y urgente.

Todos estos hilos vinieron a enlazarse y reforzarse mutuamente en el segundo semestre del año, induciendo una pronunciada caída de la demanda, la actividad y el empleo que aún se vio intensificada por dos factores de ámbito más amplio: el rápido avance de la recesión europea bajo los efectos de la contracción alemana y la crisis cambiaria que comenzó a conmover el SME en el verano. Las autoridades, ante el fuerte avance del déficit público, que podía verse agravado como consecuencia del impacto de los estabilizadores automáticos en una fase

Se acelera la tasa de inflación.

Giro de la política fiscal.

de desaceleración cíclica, introdujeron un cambio en la tónica de la política fiscal con el control del crecimiento del consumo público, la regulación de las prestaciones por desempleo, la revisión al alza de las retenciones y la tarifa del impuesto sobre la renta de las personas físicas, el adelanto de los aumentos previstos en el tipo general del IVA y el traslado a las empresas de parte de los pagos por incapacidad laboral transitoria. Este giro tardío en la política fiscal permitió una mejora sustancial en el déficit estructural de las Administraciones Públicas respecto de lo que era su tendencia, pero incidió negativamente sobre la renta real disponible de los consumidores, que se estaba viendo afectada, a la vez, por la contracción de empleo, resultante de la conclusión de los Juegos Olímpicos y la Exposición Universal y de la reacción de los empresarios ante la caída de la demanda y el mantenimiento de fuertes ritmos de crecimiento de los costes laborales. La inversión, por su parte, se debilitaba como consecuencia del descenso de la demanda y los beneficios, en un clima pesimista de las expectativas empresariales, que se vio acentuado por la crisis del SME y las presiones sobre la peseta que condujeron a las devaluaciones de septiembre y noviembre.

La economía española terminó, así, el año 1992 en un contexto recesivo, agravado por la evolución de sus propios desequilibrios y por el clima de incertidumbre dominante en las economías europeas. Las tasas de variación intertrimestral de la demanda y del producto interior bruto fueron negativas en el último trimestre del año, y la caída del empleo se acentuó, en ese mismo período, hasta situarse por encima del 3%, en términos interanuales. El retroceso de la demanda interior moderó el impacto inflacionista de los últimos cambios impositivos y de la depreciación de la peseta, a la vez que se registraba una corrección sustancial en el equilibrio exterior, superando las exportaciones de bienes y servicios el ritmo de variación de las importaciones.

Final de 1992: recesión.

Este cambio en la composición de la demanda se ha mantenido durante los primeros meses del año actual, en los que la demanda exterior neta ha actuado como freno a la desaceleración del producto, mientras que el consumo y la inversión en equipo han acentuado su evolución negativa. Aunque la moderación salarial está siendo insuficiente, las tasas de variación interanual del índice de precios de consumo se han desacelerado, al descontarse las alzas impositivas registradas en el año anterior; no obstante, el proceso inflacionista sigue mostrando las deficiencias estructurales de la economía, sin que se avance claramente en la desaceleración de los precios de los servicios. En este marco de recesión, y ante la falta de flexibilidad del mercado de trabajo, se ha acentuado la caída del empleo, hasta alcanzar una tasa de variación interanual del 4,5% en el primer trimestre del año, lo que ha situado la tasa de paro en el 1,7% de la población activa.

Una elevada tasa de paro.

Es difícil precisar, con la información disponible hasta este momento, si el segundo trimestre del año actual ha presenciado una moderación en los ritmos de caída de la demanda nacional y de la actividad, como

Crecimiento nulo o negativo en 1993.

parecen señalar algunos indicadores. La tercera devaluación de la peseta, acaecida en mayo, alentará, sin duda, el estímulo procedente de la demanda exterior neta -aunque la evolución de la recesión europea es muy preocupante y la recuperación de la economía americana continúa rodeada de vacilaciones-. En conjunto, las previsiones apuntan, en estos momentos, a un crecimiento nulo o ligeramente negativo de la economía española en 1993 -lo cual implicará una continuación en la caída del empleo-, en espera del comienzo de una recuperación europea que sólo podría consolidarse ya el año próximo.

* * *

La economía española esta viviendo un período de recesión intensa, que comparte con la generalidad de los países europeos, pero que muestra algunos rasgos propios, principalmente, la resistencia al descenso de la inflación y una tasa de paro muy elevada y en rápido crecimiento. Estos rasgos responden a problemas que han estado presentes en nuestra economía a lo largo de los quince últimos años y cuyos efectos se acentúan en períodos de debilidad de la demanda, cuando el empleo cae con las ventas y los beneficios y el esfuerzo por rebajar los costes conduce a la introducción de nuevas tecnologías y mejoras en la organización empresarial que refuerzan la reducción de la fuerza de trabajo aplicada a los procesos productivos.

**RASGOS PROPIOS
DE LA RECESION
ESPAÑOLA.**

La economía española se enfrenta, asimismo, en una perspectiva más amplia, con las consecuencias de la globalización de las estrategias empresariales, que llevan al desplazamiento de las inversiones y las actividades productivas hacia los países con más bajos costes. Estos desplazamientos pueden ser especialmente negativos para países como España, en segunda línea del desarrollo económico, cuyas industrias responden, en general, a niveles tecnológicos modestos, en relación con los costes.

**La inversión se des-
plaza a países con
bajo coste.**

La economía española está inmersa, en fin, en el proceso de integración económica europea, cuyo último avance ha sido la apertura del mercado interior comunitario a comienzos de este año. Ese proceso de integración implica una mayor competencia, que España sólo podrá afrontar con éxito si aborda un conjunto de reformas importantes, se adapta a la senda de estabilidad dominante en la Comunidad y desarrolla una combinación de políticas monetaria y fiscal que no genere efectos perturbadores sobre el tipo de cambio. Son los comportamientos adecuados y las políticas correctas los que acercan a los objetivos propuestos para el futuro europeo, con independencia de las palabras relativas a velocidades únicas o múltiples y a aproximaciones de geometría variable.

**Desarrollo de política
monetaria y fiscal.**

El enfrentamiento eficaz con estos problemas -del que dependen, en buena medida, tanto la salida de la actual situación de marasmo económico como el aumento estable del empleo y la mejora del nivel de vida de la población a más largo plazo- conduce al conjunto de temas

**CUATRO TAREAS
URGENTES.**

básicos que tienen planteados la sociedad y la política económica españolas: la reforma del mercado de trabajo, la introducción de competencia en otros muchos mercados protegidos, especialmente en el ámbito de los servicios, la mejora en la formación de capital humano y la investigación y la aplicación de disciplina y austeridad en el gasto público, de modo que, sin recurrir a aumentos de impuestos, el sector público pueda reducir su déficit y reforzar su contribución al ahorro nacional, al tiempo que cuide la eficacia del gasto e impida que su composición afecte negativamente al funcionamiento de la economía.

El tratamiento de estos temas no se agota, como es obvio, en una simple lista de medidas de política económica; implica, por el contrario, un conjunto de reformas profundas que pueden ser difíciles de asimilar de modo inmediato, pero que son indispensables para construir una economía más eficiente y con mayores oportunidades de bienestar para todos. Son reformas que han de asumirse con decisión y coherencia por la política económica, pero que habrán de encontrar también un apoyo firme en la sociedad, que permita vencer las resistencias de los grupos inmediatamente afectados. Esto requiere un esfuerzo de información y explicación orientado a conseguir que los ciudadanos puedan comprender el contenido, el fundamento y los propósitos de las reformas propuestas, los efectos negativos de numerosas restricciones en un mundo dominado por la competencia, y los beneficios para el conjunto de la población del cambio en actitudes, regulaciones e instituciones cuyo mantenimiento es incompatible con la mejora del bienestar general.

En ningún ámbito se ha acumulado, con seguridad, tanta evidencia concluyente en favor de las reformas como en el del mercado de trabajo. Una tasa de paro cercana al 22% de la población activa -y, por lo demás, nunca inferior al 15% en la etapa de auge-, que no impide que los salarios monetarios y reales aumenten a ritmos excesivos, generadores de inflación, cercenadores de la competitividad, inductores de la sustitución de trabajo por capital y, en definitiva, creadores de más desempleo, constituye una prueba fehaciente de que nuestro mercado de trabajo está cargado de problemas. Una tradición reguladora, heredada del régimen autoritario anterior y correspondiente a una economía cerrada, protegida de la competencia exterior, se muestra inadecuada en un sistema democrático y para una economía sometida a los retos de la competencia, los avances tecnológicos y organizativos y la globalización. Un sistema reglamentista inspirado en los deseos de proteger al trabajador frente al desempleo y la movilidad laboral y de extender los aumentos salariales sin atender a las condiciones individuales de las empresas ha desembocado en un abierto fracaso: el sistema sólo parece capaz de ofrecer empleo a una proporción cada vez menor de españoles en edad de trabajar, con salarios mas altos, a costa de mantener una proporción creciente de parados en la que se incluyen, especialmente, jóvenes y mujeres; y el nivel creciente de salarios de los ocupados se ve, en buena medida, erosionado, en su poder de compra efectivo, por los mayores impuestos, directos e indirectos, necesarios para atender a los parados con transferencias públicas en un sistema no

PROBLEMAS DEL MERCADO DE TRABAJO.

exento de abusos y que desalienta a menudo la búsqueda de empleo. Al mismo tiempo, todas estas distorsiones se ven agravadas por un sistema de intermediación en el mercado de trabajo y de formación profesional poco eficiente y escasamente adaptado a las oportunidades de empleo; un sistema predominantemente centralizado, del que se pretende la asignación eficiente de los recursos humanos en una economía que se basa en la iniciativa privada, la información dispersa y las decisiones descentralizadas de producción y empleo.

La evidencia disponible es tan clara y tan negativa que los poderes públicos no deberían demorar más tiempo el impulso conducente a la reforma del mercado de trabajo. Es una reforma que la sociedad debería apoyar reflexivamente y que los agentes sociales deberían esforzarse en negociar y conformar, desde la convicción de que la reducción de las reglamentaciones existentes, la flexibilización del mercado y el paulatino desplazamiento del centro de atención y esfuerzos desde una política pasiva de ayuda a los desempleados a una política activa y eficaz de estímulo al trabajo, formación profesional y agilidad en las colocaciones es el mejor camino para resolver el problema del paro de modo sostenido, como lo muestra la experiencia de los países socialmente más avanzados.

Una política activa de formación profesional es, por lo demás, sólo una pieza del esfuerzo de inversión en capital humano que nuestro país tiene que realizar, en un mundo dominado por el avance tecnológico y la globalización, si ha de transformar su actividad productiva de modo que genere empleo y mejore el bienestar. Ese esfuerzo, que ha de extenderse, desde luego, a la investigación, requiere el impulso del Estado, pero exige también una participación mayor de las empresas, de modo que se logre romper la dependencia pasiva respecto de un progreso tecnológico casi plenamente importado.

No menos importante es la necesidad de introducir elementos crecientes de competencia en los mercados de bienes y servicios que no son objeto de comercio y que se encuentran, por tanto, al abrigo de la competencia exterior -por razones muy variadas, que incluyen las legales y administrativas-. Desde hace varios años viene observándose en nuestro país un crecimiento sistemáticamente mucho más rápido en los precios de los servicios -que son la representación básica de los sectores no comercializados- que en los precios de los productos industriales sometidos a la competencia exterior. El fenómeno refleja, en parte, la inflación salarial, puesto que los costes del trabajo son, en general, un componente relativamente muy importante de los costes totales en los servicios; pero refleja también las restricciones de oferta y las regulaciones de precios en unos sectores con insuficiente competencia y abundantes reglamentaciones restrictivas.

Se ha venido llamando la atención sobre el tema, señalando, sobre todo, el fuerte sesgo alcista que ese comportamiento dispar de los precios introduce en la tasa global de inflación de la economía; mas, aun

Política activa de estímulo al trabajo.

Formación profesional.

Introducción de competencia en el sector servicios.

Consecuencias de los comportamientos de

siendo esto verdad, importa sobre todo destacar los graves efectos negativos que el fenómeno tiene para la competitividad, el empleo y, en último término, la supervivencia de los sectores de bienes comercializados, los cuales, sometidos a la competencia exterior, no pueden trasladar a sus precios los efectos que sobre sus costes tienen los altos precios pagados en sus compras directas de servicios a los sectores protegidos -desde las telecomunicaciones a los servicios profesionales-, ni los mayores costes resultantes, por una vía más indirecta, de los salarios nominales más altos que tratan de mantener el poder de compra de los trabajadores ante los precios altos y rápidamente crecientes que aquellos han de abonar por la amplia gama de servicios protegidos que consumen directamente. Al mismo tiempo, la protección, las regulaciones, la falta de competencia, en definitiva, que abriga a esos sectores frena su crecimiento, su inversión y sus posibilidades de crear empleo, así como su desarrollo tecnológico y su potencial de competencia internacional en el futuro.

Estamos, en definitiva, ante un tema de gran amplitud y que es de la mayor importancia para el desarrollo del país. El impulso de la competencia no vendrá en este caso del exterior; las reformas habrán de provenir del sector público -que es, por lo demás, responsable de múltiples regulaciones y limitaciones en los sectores de servicios- y deberían contar con el apoyo de la sociedad ante el cúmulo de resistencias que ofrecerán los numerosos grupos de intereses afectados.

Las ineficiencias y rigideces del funcionamiento de los mercados tienen una relación compleja, mezcla de causas y efectos, con la estructura y la gestión del sector público. Por una parte, la influencia dominante que ha adquirido el sector público en todas las economías desarrolladas hace que cada vez sean mayores las demandas de los agentes sociales para que el Estado cubra toda clase de riesgos y ofrezca protección frente a las adversidades, al tiempo que se sustenta la falsa idea de que el Estado tiene a su alcance el garantizar los niveles de renta de todos los ciudadanos, con independencia de cuáles sean la actuación e incluso las preferencias de éstos -lo que, desde el punto de vista de la economía, es simplemente imposible-. La mezcla, a veces interesada, de unas y otras demandas tiene unos costes presupuestarios explícitos muy altos; pero, además, los costes implícitos de eficiencia -resultantes de confundir en unos mismos programas de gasto los elementos de seguro, prestación de servicios y sostenimiento de rentas- son también cuantiosos y dan lugar a problemas de falta de equidad a menudo tan graves como los que se intentan resolver. De uno u otro modo, todos los desajustes que el funcionamiento ineficiente de la economía genera acaban gravitando sobre las cuentas públicas por la doble vía de mayores gastos y de menores ingresos.

Por otra parte, las regulaciones establecidas para la actuación del sector público y las políticas ejecutadas en ese marco inciden directamente sobre la actuación económica de los agentes privados, contribuyendo, en algunos casos, a perpetuar las áreas de ineficiencia de nuestra

los precios en el sector servicios.

El impulso de la competencia: un problema nacional.

El funcionamiento ineficiente de la economía gravita sobre las cuentas públicas.

Efectos ambivalentes del sector público.

economía a través de las distorsiones que introducen en el sistema de incentivos, de la provisión gratuita de bienes y servicios, cuyo coste se tiende a ignorar, o a través del sostenimiento discriminatorio e ineficaz de determinadas actividades productivas.

El examen de los problemas de funcionamiento reciente del sector público en España aconseja separar los aspectos de eficiencia, que se refieren a su contribución al crecimiento de la renta y la riqueza nacionales, de los aspectos que atañen a la influencia estabilizadora que la política fiscal ejerce sobre las fluctuaciones cíclicas de la economía.

En ambos aspectos, la persistencia de un elevado déficit público, que impulsa el crecimiento continuado del volumen de deuda pública y conduce, así, a su realimentación en un círculo vicioso cada vez más difícil de romper, es un problema que, más allá de las perturbaciones financieras de toda índole que provoca, dificulta enormemente la buena gestión del sector público en su conjunto. Por un lado, aunque el equilibrio de las cuentas públicas no garantiza, por sí mismo, un uso eficiente de los recursos, lo cierto es que la relajación de la disciplina presupuestaria de las Administraciones Públicas hace más difícil detectar y corregir las áreas de ineficiencia. De otro lado, la presión de la carga de intereses, resultante de la persistencia de los déficit en el tiempo, sobre los recursos públicos disponibles acaba por bloquear la política fiscal.

Consecuencias del déficit público.

La experiencia española reciente, como la de otros muchos países industrializados, muestra claramente las consecuencias de una política presupuestaria procíclica. En las fases de expansión, cuando los ingresos fiscales están creciendo con rapidez, el aumento de los gastos públicos conduce a un avance o impide una reducción del componente estructural del déficit, al tiempo que contribuye a exacerbar las tensiones alcistas y las distorsiones generadas durante el auge. Cuando, posteriormente, la etapa de expansión se agota y la economía entra en una fase de debilitamiento de la demanda y la actividad, el comportamiento de ingresos y gastos impulsa automáticamente un aumento del componente cíclico del déficit y, por tanto, del déficit total del sector público. En estas condiciones, los gobiernos apenas pueden alentar discrecionalmente la economía; y como, al mismo tiempo, el aumento cíclico del déficit tiende a alimentar el componente permanente de este último -aunque sólo sea a través de la carga de intereses resultante de su financiación-, las autoridades se ven obligadas a adoptar medidas para reducir el componente estructural del déficit con efectos contractivos sobre la demanda y la actividad.

Efectos negativos de política presupuestaria procíclica.

A pesar de estos efectos, es inadecuada cualquier complacencia con el crecimiento del déficit público como resultado de los factores cíclicos cuando aquél alcanza volúmenes considerables. La adopción de decisiones conducentes a su progresiva reducción a medio plazo es necesaria si no se quiere trasladar al futuro graves problemas que anularían cualquier margen de actuación de la política fiscal.

Junto a la influencia perturbadora de la política fiscal en la estabilización coyuntural de la demanda, el análisis del funcionamiento del sector público durante el período más reciente suscita motivos de preocupación desde el punto de vista de la eficiencia. El aumento del gasto público español, en porcentaje del PIB, a lo largo de los últimos quince años, ha sido mucho más rápido que en el resto de los países industrializados, que ampliaron con mayor parsimonia el tamaño del sector público y se han esforzado por reducirlo posteriormente. Si se toma como referencia el conjunto de los países comunitarios, el peso del gasto público con respecto al PIB era en España, a mediados de la década de los setenta, unos veinte puntos porcentuales menor que en la media de los países europeos. A principios de la década actual, esa distancia era ya inferior a cuatro puntos. No es sorprendente que una expansión tan rápida del sector público haya ocasionado importantes problemas de eficiencia en nuestro país.

Desmesurado aumento del gasto público.

Los ingresos de las Administraciones Públicas crecieron de forma igualmente acelerada, pero no llegaron a equilibrar en ningún momento la magnitud de los gastos. El aumento sostenido de la presión fiscal se ha basado preferentemente en la elevación de los tipos impositivos, potenciados por los efectos recaudatorios de la inflación. Las distorsiones que introduce el sistema fiscal en las decisiones de los contribuyentes, y señaladamente en las de ahorro, inversión y financiación, siguen constituyendo una fuente de ineficiencia; la presión fiscal es alta para quienes pagan, y no ha progresado suficientemente el cumplimiento de los españoles con sus obligaciones tributarias. El nivel alcanzado por la presión fiscal en España haría muy costoso seguir utilizando los aumentos en la imposición para reducir el déficit público; además, la mayor disponibilidad de recursos haría muy difícil que las autoridades se resistiesen a las demandas para atender nuevas necesidades mediante aumentos adicionales del gasto, de modo que el reforzamiento de los impuestos no aseguraría la reducción del déficit.

El aumento de la presión fiscal no asegura la reducción del déficit.

Es en el lado de los gastos donde las ganancias potenciales de eficiencia son mayores y donde deben centrarse las acciones destinadas a reducir el déficit público. La consideración de las posibilidades de actuación en este terreno requiere distinguir cuatro áreas principales: la prestación de servicios, la inversión, las transferencias a familias y, por último, las transferencias a empresas.

CUATRO AREAS DE ACTUACION DE LOS GASTOS.

En el área de la prestación de servicios hay que destacar varios aspectos, estrechamente relacionados entre sí, que han acompañado, en una medida u otra, al crecimiento del consumo público: la ampliación de los servicios prestados, el aumento del número de funcionarios, la organización inadecuada de algunos servicios y los problemas en la gestión. Algunos de estos temas requieren una revisión profunda, relativa tanto a la justificación de que ciertos servicios sean prestados en exclusividad por el sector público como a los procedimientos, incentivos y controles de eficiencia de la utilización de los recursos humanos y de la gestión administrativa.

Prestación de servicios.

En el área de la inversión pública se ha realizado un esfuerzo muy significativo en los últimos años. Sin embargo, un esfuerzo inversor tan considerable ha tenido costes de eficiencia a corto plazo no desdeñables. Es en este área del gasto público donde los criterios de eficiencia han de imperar sobre cualquier otra consideración a la hora de seleccionar los proyectos según su rentabilidad, determinar el ritmo temporal de su ejecución y ponderar su financiación recurriendo a distintas fuentes.

Inversión pública.

En las transferencias a familias es preciso distinguir los gastos de protección social, cuya finalidad es cubrir ciertos riesgos (enfermedad, invalidez, desempleo, vejez, etc.), de aquellos otros que tienen un objetivo puramente redistributivo y de sostenimiento de rentas, o bien de apoyo a la formación de capital físico (como las ayudas para la adquisición de viviendas) o humano de las familias. Como ya he señalado antes, el desarrollo de una extensa red de protección social y de las actividades redistributivas de las Administraciones Públicas, en los últimos quince años, ha llevado consigo, no sólo en España sino también en la generalidad de los países europeos, a una confusión perturbadora de estos diversos aspectos en unos mismos programas de gasto. Esta confusión ha ocasionado un crecimiento acelerado del peso de las prestaciones sociales en el gasto público total y ha generado pérdidas de eficiencia y problemas de equidad que demandan una definición más estricta de las condiciones de elegibilidad y un control más riguroso de su asignación.

Transferencias a familias.

Por último, el área de gasto público en la que España está más desalineada con respecto a otros países europeos es la relativa a las transferencias a empresas, debido, sobre todo, a las pérdidas de las empresas públicas. Este es un peso muerto que los presupuestos españoles han arrastrado durante décadas, y su alivio requiere una acción política urgente, decidida y perseverante. Desde el punto de vista de la gestión prudente del patrimonio público que integran estas empresas, es preciso ponderar cuidadosamente los argumentos que aconsejan una rápida reducción de los activos empresariales en manos del sector público, con objeto de reducir con igual rapidez el volumen de deuda pública viva y la carga de intereses que impulsa el déficit, con aquellos otros argumentos que recomiendan un saneamiento previo de esos activos empresariales con la finalidad de maximizar su valor de mercado. Aunque no cabe establecer un criterio general, aplicable a todos los casos, es necesario resaltar los grandes beneficios que se obtendrían de una actuación diligente en este proceso de reestructuración del sector público, que exoneraría al presupuesto de las servidumbres derivadas del apoyo a actividades empresariales que no requieren, por razones estratégicas o de eficiencia, su gestión pública.

Transferencias a empresas.

En resumen, el deterioro registrado por el déficit público en los últimos años -resultado, inicialmente, de un aumento de los gastos estructurales y, más tarde, del componente cíclico- requiere que se mantenga con firmeza la política de saneamiento que se inició a mediados del pasado año. El hecho de que los factores cíclicos sean, en estos momentos, los principales impulsores del déficit no debe impedir un

Mantener política de saneamiento.

esfuerzo conducente a una reducción firme y progresiva del déficit en los próximos años. Ese esfuerzo deberá centrarse en el lado de los gastos, ya que no parecen posibles ni deseables nuevos incrementos en la presión fiscal; y la actuación sobre los gastos requerirá decisiones que implican, en muchos casos, reformas importantes de las políticas instrumentadas a través de los Presupuestos y, en todos, una voluntad de disciplina, rigor y eficacia.

En la medida que ese esfuerzo de saneamiento de las cuentas públicas se haga efectivo, resultará menor el peso que ha de soportar la política monetaria en la tarea de tratar de mantener la economía por sendas de estabilidad. Se ha dicho con frecuencia, recientemente, que la política monetaria restrictiva, expresada en altos tipos de interés, desarrollada en los últimos años, ha tenido su principal causa en la tónica expansiva de la política fiscal; pero, sin ignorar los efectos perturbadores de esta última, la causa principal de esa política monetaria y de sus efectos ha estado en la intensa inflación salarial que nos retrotrae a los problemas del mercado de trabajo y de otros mercados. También se ha dicho que, cualquiera que fuera la causa a la que reaccionaba, una política monetaria menos restrictiva habría sido preferible; pero, si se hubiera seguido tal estrategia, la economía española habría entrado cómodamente en una inflación de dos dígitos y sus problemas serían, hoy, considerablemente más graves. En todo caso, es cierto que la inadecuada combinación de política fiscal y política monetaria, durante los últimos años, ha contribuido a hacer descansar un peso excesivo sobre la última, con consecuencias perturbadoras tanto sobre su vertiente interior como sobre su vertiente cambiaria.

* * *

Excesivo protagonismo de la política monetaria.

LA POLITICA MONETARIA DEL 92.

El Banco de España programó, para 1992, una política monetaria de carácter riguroso, orientada a contribuir a la convergencia nominal con los países más estables de Europa. Las razones de esta opción radicaban en el muy modesto progreso registrado en los últimos años en el ámbito de la inflación, que todavía podía verse alimentada por las fuertes presiones salariales y por los efectos inmediatos del aumento de los impuestos indirectos, previsto para el comienzo del año. Dada la evolución desfavorable del déficit público y del saldo exterior, era preciso extremar la cautela, sobre todo en los primeros meses del año, en los que existían riesgos evidentes de un repunte significativo de la inflación que podría haber inducido un empeoramiento de las expectativas sobre los precios de efectos más permanentes.

Evolución de los agregados monetarios.

La evolución de los agregados monetarios en 1992 y en los meses transcurridos de 1993 ha mostrado una fuerte desaceleración con respecto a su ritmo de crecimiento en el período anterior. En los últimos meses, su tasa media de expansión se sitúa en el entorno del 5%, por debajo de la banda de crecimiento de referencia para 1992 y en la parte inferior de la diseñada para 1993. Esta evolución de la liquidez se corresponde con la acusada desaceleración de la demanda y el gasto

nominales y, por tanto, se ha conseguido mantener una expansión monetaria que no ha acomodado crecimientos de los precios superiores a los previstos. Sin embargo, ello no significa que la política monetaria no haya tenido que afrontar problemas muy serios a lo largo del último año y medio, asociados, especialmente, a los acontecimientos cambiarios. En este sentido, hay que tener en cuenta que a comienzos de 1992 se produjo la liberalización completa de los movimientos de capital, que ha aumentado aún más la sensibilidad de nuestros mercados financieros -y de nuestra economía, en términos generales- a las oscilaciones de los diferenciales de tipos de interés con otros países y a las variaciones en las expectativas sobre el tipo de cambio.

Las fuertes y prolongadas turbulencias que ha experimentado el SME a partir del mes de septiembre han supuesto un condicionante de la mayor importancia para las políticas económicas de los países incluidos en el Sistema, entre ellos, España. Las limitaciones, sobradamente conocidas, que impone el compromiso cambiario para el uso de la política monetaria de acuerdo con las condiciones económicas internas, se intensificaron rápidamente a consecuencia de la elevada variabilidad de los flujos internacionales de capitales y de los tipos de cambio, y de la ampliación de los diferenciales exigidos por los mercados entre los tipos de interés de unas y otras monedas del Sistema. A partir de la segunda mitad de 1992, el endurecimiento monetario, que demandaba el sostenimiento de la peseta en el SME, fue volviéndose más contradictorio, con una situación de desaceleración progresiva de la actividad. En estas circunstancias, el criterio fundamental en la gestión de la crisis cambiaria ha sido preservar la vinculación de la peseta con el SME y contribuir, en la medida de lo posible, a la estabilización del mecanismo, intentando, a la vez, reducir en lo posible los efectos negativos de las distorsiones que, en los mercados monetarios y de capitales, generaba la incertidumbre cambiaria.

Ni las intervenciones sostenidas, ni el uso de las posibilidades de deslizamiento de la peseta dentro de las bandas de fluctuación existentes en cada momento, ni la elevación de los tipos de interés a corto plazo hasta niveles no prohibitivos y creíbles ni, en fin, el recurso, en una situación de tensión extrema, a medidas excepcionales y transitorias de penalización de la financiación en pesetas a no residentes vía *swaps* bastaron para impedir la devaluación de la peseta, en septiembre y noviembre, que los mercados habían diagnosticado como necesaria a consecuencia de la persistente pérdida de competitividad registrada por nuestros bienes y servicios desde los últimos años ochenta. La fase posterior de fortaleza que vivió la peseta se vio, sin embargo, interrumpida con violencia a mediados del mes de febrero, inmediatamente después de publicarse las cifras de empleo y paro de la Encuesta de Población Activa correspondientes al último trimestre de 1992. A partir de ese momento, y a la vista de la gravedad de las cifras mencionadas, los mercados apostaron por una fuerte reducción de los tipos de interés, que exigiría, en su opinión, una nueva devaluación de la peseta; y las presiones así generadas sobre nuestra divisa se vieron reforzadas por la

Vinculación de la peseta a un SME con turbulencias.

Las características de las tres devaluaciones.

convocatoria de elecciones generales en el mes de abril, que abrió un período de notable incertidumbre política y vino a reforzar la creencia dominante en los mercados en una pronta y sustancial revisión, a la baja, de los tipos de interés, acompañada de una nueva devaluación. La devaluación, finalmente decidida el día 13 de mayo -acompañada por un descenso de los tipos de interés que venía a eliminar, aproximadamente, el retraso de España respecto de las reducciones operadas por un buen número de países comunitarios en los meses anteriores-, tuvo, por tanto, unas características muy distintas de las dos devaluaciones anteriores.

En el futuro inmediato la economía española debe proseguir el camino de convergencia con Europa; para ello es indispensable, una vez que el desfase de competitividad ha sido corregido por la depreciación de la peseta, una política monetaria de estabilidad, en la doble vertiente interior y cambiaria, y la disminución de las tensiones en los mercados financieros españoles. Por su parte, la ratificación del Tratado de Maastricht por Dinamarca y la suavización del tono general de la política monetaria en los países europeos -incluida Alemania- deben ayudar a la estabilización de los mercados cambiarios y, en nuestro caso, favorecer el ajuste paulatino de los tipos de interés a las condiciones de la economía española. El margen de posible descenso de los tipos de interés estará condicionado, en todo caso, no sólo por las condiciones monetarias exteriores sino también, y de modo decisivo, por el comportamiento de la inflación interior de costes y precios y por el grado en que se diseñe una política económica general de estabilidad, centrada en un programa de reducción persistente del déficit público a medio plazo.

Programa para una convergencia con Europa.

Permítanme dedicar ahora unas palabras al sistema financiero, que ha de desempeñar un papel crucial en la modernización del sector de los servicios y contribuir a una asignación eficaz de los recursos y al crecimiento sostenido de nuestra economía.

SISTEMA FINANCIERO.

La política financiera de los últimos años, inspirada en esos propósitos, se ha orientado a promover la adaptación de nuestro sistema financiero a un entorno cada vez más competitivo, impulsado tanto por factores internos como por la creciente apertura al exterior, de la que son referencias básicas la liberalización completa de los movimientos de capitales a partir de febrero de 1992, la constitución del mercado único de servicios financieros de la Comunidad a comienzos de este año y, en último término, la eventual integración de los países comunitarios en una Unión Monetaria.

Adaptación a un entorno más competitivo.

En la línea de facilitar la respuesta a ese reto de liberalización y competencia se han insertado medidas tales como la supresión definitiva del coeficiente de inversión, de acuerdo con el calendario establecido, y la reducción del coeficiente de caja hasta el 3%, nivel ya muy próximo al mínimo técnico que han de mantener las entidades de crédito para atender a sus necesidades regulares de liquidación y pagos. Estas medidas han supuesto una mejora considerable de la capacidad competitiva de las instituciones sujetas a dichos coeficientes y contribui-

Supresión del coeficiente de inversión y reducción del coeficiente de caja.

rán a reducir las distorsiones, generadas por motivos fiscales y de coeficientes, que han inducido efectos perturbadores importantes, en los últimos tiempos, sobre la canalización de los flujos financieros y estimulado la deslocalización de depósitos.

Estas decisiones, que se suman a otras que, con el mismo propósito, se han adoptado en los últimos años, reportan beneficios sociales sensibles: los ahorradores ven ampliados los instrumentos para la colocación de sus recursos y pueden obtener mejores remuneraciones y condiciones más ajustadas a sus preferencias; los demandantes de recursos, por su parte, pueden diversificar sus fuentes de financiación y reducir su coste; finalmente, los propios intermediarios financieros encuentran estímulo para adaptarse gradualmente a un entorno que, necesariamente, habrá de ser más competitivo y exigente.

Beneficios y riesgos sociales de la liberalización.

Sin embargo, la liberalización y el aumento de la competencia entrañan también algunos riesgos, puesto que conllevan, sin duda, una tendencia hacia la disminución de los márgenes de los intermediarios en las operaciones financieras; además, este proceso ha venido acompañado por una variabilidad mayor del precio de los activos financieros, asociado, en parte, a la mayor importancia de los valores en la canalización de operaciones financieras; por último, la supresión de segmentaciones y la relación más estrecha entre los diferentes mercados nacionales e internacionales y entre los distintos tipos de instituciones financieras reducen las barreras a la propagación de posibles problemas en una entidad o mercado concretos.

Estos riesgos se hacen más acusados en un entorno recesivo como el que gran parte de las economías industriales está viviendo. En estas condiciones, aumentan la morosidad en el crédito y los riesgos de impago o de fuertes oscilaciones de precios en los mercados de valores; y el volumen del negocio financiero y los beneficios de las entidades tienden a contraerse.

Este cuadro de beneficios y costes de la liberalización y la globalización de la actividad financiera no es, evidentemente, un análisis que pueda circunscribirse a nuestro país. La propia naturaleza del fenómeno implica un ámbito mundial y, de hecho, en otros países que han recorrido este camino con anterioridad se han registrado episodios que han aportado importantes enseñanzas para el resto. Este aprendizaje se ha incorporado a los esfuerzos internacionales coordinados tanto a través del BIS como de la Comunidad Europea y el Comité de Gobernadores para mejorar la supervisión y las reglas para el mantenimiento de la solvencia y la estabilidad de las instituciones financieras.

Como no podía ser de otra forma, también en nuestro país se manifiestan algunos de estos problemas -si bien no con la gravedad con la que se han presentado en otros países-. La morosidad creciente constituye, sin duda, un motivo de preocupación de las autoridades encargadas de vigilar la estabilidad del sistema financiero; sin embargo,

Preocupación por la morosidad.

las entidades españolas están sólidamente capitalizadas y el grado de provisionamiento de los créditos es satisfactorio.

Con todo, la preocupación por la estabilidad del sistema financiero ha estado en el primer plano de la regulación financiera en el pasado reciente -y, también, en 1992-. De hecho, el Banco de España, en el ámbito que le corresponde, siempre ha tenido presente la necesidad de alcanzar un equilibrio entre las mejoras en la eficiencia operativa, la diversidad y la flexibilidad, por un lado, y la salvaguardia de la solidez de las instituciones, por otro. Así, a lo largo de los últimos años se ha reforzado y perfeccionado la legislación prudencial, con el resultado de que las entidades bancarias españolas mantienen niveles de solvencia adecuados. Esta legislación prudencial se ha extendido gradualmente a otras instituciones no bancarias y a otros intermediarios -incluyendo aquéllos no sujetos a la supervisión del Banco de España-.

El Banco de España y la estabilidad financiera.

En el año 1992 se han dado pasos importantes en esta dirección; me refiero, de modo particular, a la Ley de Recursos Propios y Supervisión en Base Consolidada de las Entidades Financieras y a los reglamentos y circulares que la desarrollan. Esta Ley incorpora la normativa específica de la Comunidad sobre recursos propios y, en un ámbito más general, parte de los principios de la llamada «Segunda Directiva Bancaria». La Ley modifica la regulación española anterior y extiende los principios de suficiencia de recursos propios y supervisión en base consolidada, que ya se aplicaban a las entidades de crédito, a la mayor parte de los grupos de entidades que ejercen actividades de carácter financiero y, en particular, a los de sociedades y agencias de valores y entidades aseguradoras.

Ley de Recursos Propios.

De esta forma, se ha dotado a las diferentes autoridades supervisoras de los mecanismos necesarios para poder ejercer una vigilancia global de la estabilidad del sistema, reduciendo las habituales dificultades que se derivan de regulaciones dispersas y no coordinadas para distintos tipos de intermediarios y actividades financieras. No debe olvidarse, sin embargo, que por extensa, precisa y coordinada que sea la normativa prudencial de las entidades financieras, el paso desde un conjunto de sistemas financieros crecientemente integrados, pero, en última instancia, con particularidades acusadas, a un sistema bancario europeo plenamente integrado y maduro es un proceso difícil. Su éxito dependerá, no sólo de la acción de las autoridades, que deben desarrollar un entorno regulatorio que fomente la competencia sin menoscabo de la estabilidad, sino también y sobre todo de las actitudes y las políticas aplicadas por los agentes afectados por el proceso y, especialmente, de la gestión desarrollada por los responsables de los intermediarios financieros.

No deseo agotar su paciencia, señores Consejeros. He tratado de exponer algunas enseñanzas que se desprenden, en mi opinión, del Informe Anual que presento, hoy, ante ustedes y que hace referencia a un período duro y difícil de la economía mundial, en general, y de la

Integración de la economía española en el ámbito internacional.

economía española, en particular. Es difícil que nuestra economía pueda superar la recesión actual al margen de un proceso general de recuperación de las economías industriales y, especialmente, de las economías europeas; por ello, he dedicado una parte considerable de mi intervención a la necesidad de que los países comunitarios encuentren y definan un camino que permita atacar los problemas inmediatos, al tiempo que continúa el avance del proyecto de Unión Europea. Es fundamental, sin embargo, que España aborde, al mismo tiempo, un conjunto de reformas necesarias para que pueda aprovechar plenamente las oportunidades del movimiento general de recuperación, cuando éste se produzca, y para que esté en condiciones de asegurar la mejora de su bienestar frente a los retos que ha de afrontar con una dimensión temporal más dilatada.

El logro y el mantenimiento de la estabilidad constituyen una condición básica para que la economía pueda resolver sus problemas; y esa es el área central de la actuación y las responsabilidades del Banco de España. Tal vez el año próximo, cuando se presente ante el Consejo el Informe Anual correspondiente, el Banco de España disponga ya de una Ley de Autonomía acorde con la orientación general en la que se mueven, en estos momentos, la gran mayoría de los países de la Comunidad. Como he señalado ya en alguna otra ocasión, la independencia del Banco Central es deseable, pero no es una panacea. En la medida en que la política de tipo de cambio sea decidida por el gobierno aquí y en los demás países del área y éstos mantengan sus compromisos cambiarios en el marco del SME, la autonomía de la política monetaria estará limitada y su esfuerzo por conseguir el objetivo de estabilidad de los precios puede verse sometido a importantes restricciones. Señalar esto no equivale a decir que las cosas debieran ser de otro modo; es recordar, simplemente, lo obvio. Lo más importante, sin embargo, es subrayar que una política monetaria de estabilidad sólo puede tener éxito si la política fiscal actúa coordinadamente en la misma dirección, el comportamiento de los costes no plantea problemas graves y persistentes y, en último término, la sociedad hace suyo y apoya el valor de la estabilidad monetaria en el convencimiento de que sus beneficios a largo plazo exceden ampliamente de los costes que su logro puede imponer a corto plazo.

Estoy seguro de que el Banco de España asumirá con satisfacción las funciones y las responsabilidades que el Parlamento tenga a bien encomendarle, y que las desarrollará y afrontará con su mejor voluntad, contando con la profesionalidad y el esfuerzo de todos sus empleados.

**Políticas para una
estabilidad monetaria.**