

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**A LA BUSQUEDA
DE LA
COMPETITIVIDAD PERDIDA**



FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL
OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**A LA BUSQUEDA
DE LA
COMPETITIVIDAD PERDIDA**

REVISTA DE LA
ASOCIACIÓN DE
ARTES GRÁFICAS DE ESPAÑA

REVISTA DE LA ASOCIACIÓN DE ARTES GRÁFICAS DE ESPAÑA

1980

REVISTA DE LA ASOCIACIÓN DE ARTES GRÁFICAS DE ESPAÑA

Imprime:
Artes Gráficas Benzal, S. A.
Virtudes, 7. 28010 Madrid
Depósito legal: M. 402.—1980
ISSN: 1132-9386

SUMARIO

	<u>Pág.</u>
PRESENTACION	V
ECONOMIA ESPAÑOLA	1
A la búsqueda de la competitividad perdida.- <i>Victorio Valle</i>	3
La empresa y la competitividad de la economía española.- <i>Carmela Martín</i>	11
La economía española ante el "pacto social".- <i>Enrique Fuentes Quintana y Julio Alcaide</i>	16
Junio 1993: Preocupadas vacaciones.- <i>Francisco Alvira Martín y José García López</i>	30
La evolución de los precios de la tierra en España.- <i>Consuelo Varela y José M^a Sumpsi</i>	54
ECONOMIA INTERNACIONAL	61
Las características de la recesión mundial.- <i>Juan Pérez Campanero</i>	63
El paro, el gran problema de hoy: diagnóstico y remedios.- <i>Ricardo Cortes</i>	73
SISTEMA FINANCIERO	93
La situación de las cajas de ahorros.- <i>José M. Rodríguez Carrasco</i>	95
La cuenta de resultados de los bancos y las cajas de ahorros.- <i>Rafael Termes</i>	110
Los activos dudosos de las entidades bancarias.- <i>Ignacio Fuentes</i>	135
La deuda del Estado en no residentes: efectos.- <i>Analistas Financieros Internacionales</i>	142
I Jornadas de economía financiera.- <i>Valentín Azofra, Ana Isabel Fernández y Teyo Vallelado</i> ...	149
RESUMEN DE PRENSA	151

TEMA DEL MES	213
Algunas aclaraciones previas sobre el artículo: "Mercado de divisas y crisis cambiarias: una nota a propósito del Informe del Grupo de los Diez de abril de 1993".- <i>Juan A. Maroto Acín</i>	215
Mercado de divisas y crisis cambiarias: una nota a propósito del Informe del Grupo de los Diez de abril de 1993.- <i>Luis M. Linde y Javier Alonso</i>	220
GRAFICO DEL MES	245
La brecha entre oferta y demanda, y la tensión inflacionista	247
INSTANTANEA ECONOMICA	251
Ahorro, inversión y financiación de la economía española.	253
LOS LIBROS DEL MES	257
Una excelente síntesis de la historia del pensamiento económico. "El Estado y el Sistema económico. Introducción a la historia de la economía política"; de Phyllis Deane.- <i>Pedro Tedde de Lorca</i>	259
El Capital Riesgo en España. 1993; de J. Martí Pellón.- <i>Juan Antonio Maroto Acín</i>	263
Noticias de libros	266

PRESENTACION

Un año más, Cuadernos de Información Económica no se publicará en el mes de agosto. Una tradición ya consagrada en los más de seis años de vida de "Cuadernos" obliga a respetar la pausa impuesta por las generalizadas vacaciones veraniegas, contribuyendo así al merecido descanso estival de sus lectores y colaboradores. Ello justifica la aparición, al término del presente curso, de este número doble 76/77, en que el lector encontrará un amplio material para nutrir sus horas de lectura, más sosegada que de costumbre, y para estimular su reflexión sobre temas importantes de la actualidad económica y social de España.

Porque es lo cierto que el final de este mes de julio viene a echar el telón sobre un cuadro grave y preocupante, que cualquier análisis detenido de la coyuntura transmite con toda claridad y que deriva de la permanencia de los males económicos propios de la economía española, dentro de una tónica recesiva internacional, y particularmente europea, cuyos problemas se agudizan por la crisis abierta en el Sistema Monetario Europeo, que desde hace casi un año viene insistentemente afectando a los mercados cambiarios, creando un clima de inestabilidad.

Esa difícil situación por la que atraviesa la economía española, y sus innegables raíces internacionales, no debe conducir, sin embargo, a una actitud de pasividad estéril. España reclama una etapa renovadora en la política económica y en la actitud de los agentes económicos y sociales que permita practicar las necesarias reformas internas que, sin duda, darán su fruto en el momento en que la reanimación de la economía internacional tome cuerpo.

En el marco de una economía abierta e integrada en el ámbito comunitario, como la española, la ventana por la que pueden venir los aires de la recuperación es ganar competitividad. Un objetivo fundamental que exige decisión y empeño en practicar una política económica que corrija los defectos y rigideces en el comportamiento económico.

A la búsqueda de la competitividad perdida.

Pocos temas económicos preocupan hoy con mayor intensidad a los empresarios y a los expertos económicos que el relativo a la competitividad de las empresas y de la economía española.

En el ámbito del Mercado Unico Europeo, se esperaba que el proceso de integración económica llevaría a los agentes, públicos y privados, a orientar su comportamiento hacia las reformas estructurales y hacia la moderación de precios y costes, de forma que -más allá de la débil situación que hoy atraviesa la economía mundial- el impulso del comercio exterior, especialmente comunitario, basado en las ventajas relativas de la economía española, permitiera obtener un crecimiento económico real más intenso, acelerando así la convergencia europea de España, a la vez que contribuiría a incrementar el empleo, reduciendo la lacra social del paro.

La evolución de los hechos no ha ido en esa línea, y sin negar el esfuerzo exportador de España en momentos de clara dificultad económica internacional, lo cierto es que los últimos años -y hasta época bien reciente- han ido aportando un creciente desequilibrio negativo en el saldo de la balanza de bienes y servicios. Nuestros productos compiten con dificultad en los mercados externos e internos.

La contumaz presencia de desequilibrios globales, en especial la inflación diferencial de España respecto a sus socios comunitarios, el crecimiento más intenso de los costes laborales y los elevados costes de los servicios han originado una pérdida de competitividad que está en la base del deterioro creciente de las cuentas exteriores de la economía española. Una pérdida de competitividad que destaca un reciente Informe del World Economic Forum, que sitúa en 1993 a la economía española en el lugar 19 de un conjunto de países compuesto, fundamentalmente, por los pertenecientes a la OCDE y otros quince en vías de desarrollo.

Ciertamente, las devaluaciones practicadas en septiembre y noviembre de 1992 y mayo de 1993 han repuesto, aritméticamente hablando, la competitividad perdida en los últimos años, pero parece lógico preguntarse por las raíces profundas que condicionan la debilidad competitiva de España para indagar sobre las políticas que deben seguirse de cara a dar permanencia a las mejoras de la competitividad, sin verse avocados a procesos devaluatorios recurrentes que, bajo la presión de los mercados financieros, obliguen a reparar, en una línea poco acorde con las reglas que definen el funcionamiento del SME, lo que el comportamiento de la economía real ha sido incapaz de lograr.

Buscar los puntos claves de la competitividad española se convierte así en un tema central del debate económico nacional y en una forma de plantear, en definitiva, los males internos de la economía que ocasionan su pérdida continuada. Esta es la razón básica que llevó a la Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros Confederadas, a organizar un curso de verano que, con el patrocinio de la Caja de Ahorros de Galicia y en el Campus de la UIMP en La Coruña, discutiese los fundamentos de la competitividad española -o, más exactamente, de su deterioro- y a diseñar las políticas más convenientes para su recuperación.

De los puntos centrales debatidos en este curso y de sus conclusiones encontrará el lector cumplida información en las dos notas con que se inicia este número de "Cuadernos": El trabajo "A la búsqueda de la competitividad perdida" destaca seis aspectos fundamentales, cuya reiteración por quienes han intervenido en dicho curso les otorga un especial valor de consenso: la necesidad de moderar los crecimientos salariales, la urgente reforma para flexibilizar el mercado de trabajo, la práctica de una política presupuestaria más estricta que deje margen para reducir los tipos de interés y, por tanto, los costes financieros, potenciar la creación de infraestructuras y capital humano, liberalizar los mercados de servicios y apoyar la acción empresarial en la búsqueda de factores "intangibles" que permitan adquirir ventajas competitivas distintas y complementarias a las que tienen su origen en la evolución de precios y costes.

Por su parte, la profesora Carmela Martín, en su calidad de Secretaria del mencionado curso, recoge en su nota "La empresa y la competitividad de la economía española", una apretada y sistemática síntesis de las principales conclusiones derivadas de las diferentes ponencias y debates que constituyeron su contenido.

La economía española ante el pacto social.

Sentar las bases para la recuperación de la competitividad y, sobre todo, para evitar su futuro deterioro exige la corrección de los males internos de la economía española. Una corrección que, para concitar voluntades y cristalizar en el tan traído y llevado "pacto social", requiere, como punto de partida, un diagnóstico veraz y compartido sobre la situación económica.

La carencia de ese diagnóstico, tal como destacan Enrique Fuentes Quintana y Julio Alcaide en su colaboración titulada "La economía española ante el pacto social", constituye uno de los factores que más contribuye al clima de incertidumbre que hoy mina las posibilidades reales de alcanzar un acuerdo útil entre las fuerzas sociales que aborde con realismo la solución de los problemas de fondo que la economía española padece.

Ocho rasgos fundamentales caracterizan la actual coyuntura económica española, tal como ésta se manifiesta en los datos e indicadores existentes. Ocho rasgos que se analizan con detalle en la colaboración citada, y cuyo conocimiento constituye una condición indispensable, al inicio de cualquier proceso de negociación social, para proponer alternativas y decisiones con las que abordar los problemas que su presencia plantea. Son los siguientes:

- 1. La recesión de la actividad productiva y, aún con mayor intensidad, de la demanda nacional, especialmente de la inversión real.*
- 2. La caída del empleo y el correlativo aumento del paro.*
- 3. La persistencia, pese a la debilidad productiva, de una inflación dual por su composición y diferencial respecto a la Europa Comunitaria.*
- 4. La presencia del un déficit público explosivo.*
- 5. Un crecimiento salarial situado al margen del aumento de la productividad y del crecimiento de los precios, que está detrás de la caída del empleo y del aumento del paro.*
- 6. Un déficit exterior que mejora en su componente de bienes y servicios, ante la debilidad de la economía interna, pero que presenta resultados negativos en la balanza de rentas y en la balanza de capitales.*
- 7. El deterioro de las expectativas de empresarios y consumidores.*

Precisamente, este número de "Cuadernos" recoge los resultados del Índice del Sentimiento del Consumidor que periódicamente realiza la Fundación FIES, de las Cajas de Ahorros, correspondiente al sondeo de opinión realizado en junio de 1993.

Tal como destacan Francisco Alvira y José García López en su comentario, el ISC se mantiene en un bajo nivel en el mes de junio (56), con caída de 23 puntos respecto a su valor en junio de 1992, aunque quepa

señalar una ligera mejoría en junio del 93 frente al previo sondeo de febrero de 1992.

8. *El condicionamiento impuesto, para la recuperación interna de la economía, por el comportamiento crítico de la economía mundial y del proceso de integración europea.*

El precio de la tierra en España.

Un último y singular tema integra la parte correspondiente a la economía española en este número 76/77 de "Cuadernos": el relativo a la evolución del precio de la tierra en España. Se trata de un comentario de los profesores Consuelo Varela y José M. Sumpsi, a la última encuesta sobre este tema elaborada y publicada por el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.

Históricamente, el precio de la tierra en España ha sido excesivamente alto en relación con los rendimientos de las explotaciones agrarias. Esa carestía de la tierra, cuya razón está en la utilización de este activo para fines no productivos, e incluso especulativos, siempre se ha contemplado por los analistas como un obstáculo importante para la dinamización de la agricultura española. Un alto precio de la tierra es una barrera de entrada a su explotación por nuevos agricultores con espíritu empresarial, pues la rentabilidad requerida para justificar, en términos de racionalidad económica, tan elevado coste de inversión inicial está sustancialmente alejada de los niveles que cabe esperar con realismo de los diferentes usos productivos de la tierra.

A partir de 1989, se viene observando una perceptible caída en los precios de la tierra, seguramente como consecuencia de la pérdida de rentabilidad agraria, de la propia debilidad económica general y, en buena medida, de las menguadas perspectivas que ofrece la nueva Política Agraria Comunitaria.

Una reducción de cuya variedad y alcance la nota de los profesores Varela y Sumpsi ofrecen los rasgos más sobresalientes.

Es dudoso que, en estas condiciones, la caída del precio de la tierra sirva para estimular la penetración en el sector agrario de nuevos inversores con espíritu empresarial. Más bien, a corto plazo, su efecto es negativo, al reducir, entre otras cosas, la capacidad de endeudamiento hipotecario de sus actuales propietarios.

La tónica recesiva de la economía mundial

La recesión que desde finales de 1992 viene atravesando la economía española no constituye un comportamiento excepcional -como no sea por su mayor intensidad- en el contexto económico internacional. Existe una tónica recesiva internacional que limita las posibilidades de recuperación de la economía española.

Juan Pérez Campanero, al comentar en su artículo para este número de "Cuadernos" las características de la recesión mundial, destaca dos hechos importantes: en primer lugar, la disparidad de comportamiento en las principales economías industrializadas, cuyos movimientos han ido habitualmente acompasados. Mientras la

economía de Estados Unidos muestra débiles signos de recuperación, las de Europa y Japón continúan adentrándose en el pozo de la recesión.

En segundo lugar, el hecho de que la presente situación crítica de la economía mundial se presenta más prolongada y profunda que en ciclos anteriores. El proceso de recuperación se dilatará, según los síntomas existentes, mucho en el tiempo.

La consecuencia más grave de la situación recesiva de la economía mundial es, naturalmente, la elevación de la tasa de paro, y lo que es, si cabe, más preocupante: la evidencia empírica desde los años 70 de que el paro disminuye cada vez menos en las fases de recuperación económica.

Al análisis del paro, a la luz de los diagnósticos y remedios sugeridos por un conjunto nutrido de prestigiosos informes de organismos internacionales (OCDE, Banco de Pagos de Basilea, Comisión Europea y el Grupo de los 7 países industrializados) se dedica en este número el comentario de Ricardo Cortes. Los diferentes estudios que en él se analizan destacan la gravedad del problema, la insuficiencia de las medidas adoptadas por los distintos países para flexibilizar el mercado de trabajo pese a su diversidad y generalidad, y la insistencia -especialmente por parte del Informe anual de la OCDE- en la necesidad de avanzar en el grado de adiestramiento y formación profesional de la fuerza laboral, como uno de los escasos caminos contrastados de reducir el paro de larga duración.

Las Cajas de Ahorros en el Sistema Financiero español

El marco económico en que las entidades financieras han ejercido su actividad característica no ha sido, por razones obvias, propicio a lo largo de 1992. Sin embargo, las Cajas de Ahorros españolas han conseguido resistir mejor que el resto de su competidores, e incluso han experimentado mejoras en ciertos ámbitos de su actuación.

La reciente LXVII Asamblea General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros ha considerado, en sus distintas ponencias, aspectos diversos de la situación económica y financiera española y del papel jugado por las Cajas de Ahorros dentro del Sistema Financiero en 1992.

El trabajo de José M. Rodríguez Carrasco comenta los trabajos de la Asamblea y ofrece reflexiones sobre su contenido en tres ámbitos distintos: los avances registrados en la cuota de mercado, la estructura del margen de intermediación, y sus elevados niveles de rentabilidad y solvencia. Aspectos todos ellos que muestran un resultado satisfactorio en un entorno difícil, como fruto de una estrategia bien diseñada y una alta calidad en la gestión.

Los efectos de la crisis económica sobre las instituciones financieras

La recesión que vive la economía española desde el cuarto trimestre de 1992 se ha reflejado, como no podía ser de otra forma, en los resultados de las instituciones financieras.

Dos colaboraciones, contenidas en este número de "Cuadernos" y que constituyen el texto de las intervenciones de sus autores en el curso sobre "La empresa

y la competitividad de la economía española", celebrado en La Coruña del 5 al 9 de julio, cuya línea general ha sido ya comentada al comienzo de esta Presentación, consideran este tema.

En la primera de ellas, Rafael Termes analiza con detalle el comportamiento de la cuenta de resultados de la banca, en relación con las cajas de ahorros, y analiza la diversidad de factores que están detrás de la caída de la relación de los beneficios bancarios antes de impuestos respecto a los activos totales medios desde el 1,48 por cien en 1991 al 1,11 en 1992.

Por su parte, la colaboración de Ignacio Fuentes estudia el fenómeno, tal vez, más característico de los resultados recientes de las instituciones financieras: el aumento importante de la morosidad, cuya tasa en abril de 1993 respecto a la inversión crediticia alcanzaba la elevada cifra del 6,8 por cien, superior al previo "record" histórico de 1984, aunque, ciertamente, sobre la base de unos criterios más rigurosos y exigentes, conforme a la actual normativa del Banco de España-.

Ignacio Fuentes analiza en su trabajo las posibles raíces del incremento en la morosidad, entre las que destaca la crisis económica general, el alto endeudamiento en que las familias habían incurrido en la fase alta del ciclo, sin excluir la posibilidad de una mayor permisividad de las propias instituciones a la hora de valorar los riesgos, especialmente en las nuevas áreas de negocio. También se contemplan en este trabajo las posibles líneas de detención o desaceleración de la morosidad, especialmente en aquellos aspectos que están bajo el control de las propias entidades, que deben introducir cotas crecientes de rigurosidad en el análisis y selección de los riesgos en que incurrir.

La deuda pública de no residentes

La colaboración de Analistas Financieros Internacionales se ocupa en este número de la Deuda del Estado en manos de no residentes. Un volumen creciente de endeudamiento que se cifra en 3,8 billones de pesetas a mediados del presente mes de julio.

AFI destaca la creciente internacionalización de la Deuda del Estado, y sustenta la tesis de que ello no supone un indicador de que los inversores exteriores tengan confianza en la peseta. Más bien la técnica seguida en la cobertura de riesgo evidencia un comportamiento en el que late una apuesta por la reducción de los tipos de interés y por la caída de la peseta.

Los temas financieros se cierran con una breve crónica sobre la I Jornadas de Economía Financiera que convocó en Bilbao, durante los días 17 y 18 de junio, a expertos académicos del área de la financiación de empresas. Las Jornadas han puesto de manifiesto, entre otras cosas, la necesidad de acentuar la interrelación entre los fundamentos del análisis económico, la economía financiera y los métodos cuantitativos de contrastación de hipótesis.

Mercado de divisas y crisis cambiarias: tema del mes.

Las tensiones en los mercados de divisas parecen ser, en los últimos tiempos, un fenómeno común que afecta con mayor intensidad a los países con más dificultades del SME. El resumen de la prensa internacional ofrece información actualizada sobre la génesis y efectos de algunas de estas tensiones monetarias recientes.

El tema es objetivamente muy importante por su reiteración y carácter desestabilizador y, como es bien sabido, desde el verano de 1992, su intensidad llevó a la salida de la libra esterlina y de la lira italiana del SME, a la vez que han arreciado, hasta el momento actual, los ataques especulativos contra el franco y la peseta.

El problema de fondo tiene su raíz en la manifiesta incompatibilidad entre la plena liberalización de movimientos de capitales, adoptada por los países comunitarios -España la estableció al comienzo de 1992 adelantándose en un año al plazo que tenía establecido- y la pervivencia de divergencias acusadas entre los países que forman parte de un sistema monetario con tipos de cambio fijos pero ajustables. Así, el mantenimiento de elevados tipos de interés en Alemania continuará alimentando, en un marco de plena libertad de movimiento de capitales, presiones devaluatorias sobre las monedas de los países con mayores debilidades en sus fundamentos económicos.

Problemas que demuestran la debilidad de la construcción europea y la falta de coordinación y cooperación entre los países en las etapas críticas. Sin duda, el definitivo avance hacia la Unión Monetaria, con la fijación de tipos de cambio irreversibles eliminará, por definición, las turbulencias cambiarias, pero esto hoy es impensable, dadas las divergencias existentes entre los países miembros del SME.

En todo caso, la experiencia demuestra la existencia de un importante volumen de operaciones especulativas que acentúan las tensiones sobre las monedas de los países con mayores dificultades tratando de obtener cuantiosos beneficios, muy superiores a los rendimientos normales de las inversiones financieras. La vigorosa presencia de estos movimientos especulativos llevó al Grupo de los Diez a constituir un Comité de Expertos para su estudio. La pregunta que muchos se formulan es si, respetando el espíritu fundamental que inspira la plena liberalización de los movimientos de capitales, tendrá cabida en el ordenamiento financiero algún tipo de regulación que impida o dificulte la realización de operaciones especulativas que sólo generan desestabilización cambiaria, sin ninguna clase de utilidad para la sociedad desde el punto de vista de la asignación eficiente de los recursos. Con base en los principios de libertad que inspiran las normas de funcionamiento comunitario, ¿es necesario mantener la libertad de movimiento de capitales hasta el punto de que sea utilizada por los especuladores precisamente en detrimento del sistema? ¿Cabrá algún tipo de regulación que, sin dañar el propósito básico de la libertad de capitales, evite los problemas que genera la especulación?. El Banco de España -a través de las circulares 16/1992, de 22 de septiembre, y 17/1992, de 5 de octubre- instrumentó medidas penalizadoras de la especulación cambiaria, que intentaban encontrar una vía de equilibrio entre la libertad de movimientos de capitales útil para la adecuada asignación del ahorro internacional, y la limitación de las operaciones puramente especulativas.

El documentado trabajo de Luis M. Linde y Javier Alonso que se incluye en el presente número de "Cuadernos" analiza con detenimiento los problemas que la especulación crea, la forma en que ésta se instrumenta habitualmente y las posibles actuaciones de los bancos centrales para intentar controlarla.

El carácter riguroso y técnico del trabajo de Linde y Alonso ha aconsejado incluir un breve comentario introductorio del profesor Juan A. Maroto en el que el lector interesado podrá encontrar alguna aclaración complementaria de los puntos más complejos y un útil glosario de los términos técnicos utilizados con mayor reiteración en este tema.

Otros temas contenidos en este número.

El presente número de Cuadernos de Información Económica se cierra con sus habituales secciones: gráfico del mes, instantánea económica y comentarios bibliográficos.

- * *El Gráfico del Mes muestra la brecha existente entre la evolución del PIB y de la demanda nacional. Una diferencia, creciente desde finales de 1987, cuya ampliación ha sido la causa de deterioro del déficit exterior de bienes y servicios, y que a partir del tercer trimestre de 1992 inicia un cambio de tendencia que muestra con claridad los efectos de la recesión económica.*
- * *La Instantánea Económica recoge, en términos de porcentaje del PIB, la evolución entre 1985 y 1992 de las variables claves del ahorro, la inversión y las necesidades de financiación de la economía española.*

Se destaca la caída tendencial de la tasa de ahorro nacional desde 1988, acentuada en 1992, especialmente en su componente familiar, a la que no es ajena la creciente fiscalidad directa, y la fuerte caída en 1992 de la tasa de formación bruta de capital. Ambos efectos decrecientes condicionan la pervivencia de una tasa de necesidad de financiación externa que, desde 1990, está estabilizada en torno al 3,3 por cien del PIB.

- * *Dos sugerencias bibliográficas contiene este número:*
 - *La obra de Phyllis Deane "El Estado y el Sistema Económico", que, pese a su nombre, constituye un excelente manual de historia del pensamiento económico entre los siglos XVII y XX que surge de aplicar a las grandes corrientes del análisis económico un esquema interpretativo basado en un profundo conocimiento de la historia de los hechos, en la que la autora es una calificada especialista, y en la convicción de que los economistas han avanzado en su construcción científica con el doble propósito de explicar y contribuir a la reforma de la realidad social.*

Un libro riguroso sugestivo y de lectura amena.

- *El Informe sobre "El capital riesgo en España 1993" del que es autor José Martí Pellón, y que constituye un nuevo análisis periódico del*

capital riesgo en España. Una vía interesante de financiación de las pequeñas empresas cuya potencialidad de desarrollo en España es aún importante.

ECONOMIA ESPAÑOLA



A LA BUSQUEDA DE LA COMPETITIVIDAD PERDIDA

Victorio Valle

Ganar competitividad, objetivo prioritario de nuestra integración en la Comunidad Europea.

En el terreno económico, la idea central que ha animado el proceso de integración de la economía española en la Comunidad Europea, es la convicción de que un mercado único sin barreras, permitiría, sobre la base de la especialización productiva y del ejercicio de las mejoras potenciales en la *competitividad* de los productos españoles, generar un crecimiento económico sostenido y una elevación sustancial en el nivel de empleo interno.

Pero es obvio que la materialización de esas ventajas potenciales depende crucialmente de un cambio del comportamiento tradicional, tanto del sector público como de los sujetos económicos privados de forma que, la economía española ganara dosis crecientes de flexibilidad en los mercados de bienes, servicios y factores productivos, lo que junto con una moderación disciplinada del crecimiento excesivo del gasto público -que asegurase una consolidación primero, y una posible reducción después del déficit público- permitiría una moderación de precios y costes que favorecería la mejora de la competitividad y, por tanto, la posibilidad de un crecimiento sostenido de la producción y del nivel de empleo, que debería continuar en el futuro una vez que mejore la débil coyuntura internacional.

El aumento de la inversión y otras variables decisivas de la competitividad.

Desde 1986, no cabe duda de que el proceso de integración de España en Europa ha facilitado el mantenimiento de un elevado nivel de apertura exterior de la economía española que, por el lado de las importaciones, ha permitido a las empresas españolas acceder -a través de las cuantiosas importaciones de bienes de equipo realizadas en un primer momento- a una mejora en su obsoleto equipamiento que les ha permitido lograr ganancias importantes de productividad.

Sin embargo y junto a ese factor positivo han actuado un conjunto de elementos negativos de la competitividad. Dos de ellos han adquirido especial importancia:

* El crecimiento excesivo de los costes laborales unitarios (a una tasa media anual acumulativa del 6,1% entre 1986 y 1992 frente a un crecimiento del 4,46% como media comunitaria).

* La ausencia de reformas estructurales que hubieran debido reducir el característico crecimiento dual de los precios (1,98% en los productos industriales expuestos a la competencia exterior frente a un 8,21% de los precios de los servicios entre 1986 y 1992). La presencia de esos factores ha tenido como resultado una evolución creciente mucho más intensa en las importaciones que han aumentado al 12,71 como promedio anual acumulativo entre 1985 y

1992 que en las exportaciones, cuyo crecimiento anual medio en el mismo período ha sido del 4,62 por cien lo que ha ido creando una divergencia creciente entre la evolución de exportaciones e importaciones, con la consecuencia lógica de un déficit creciente en el saldo de la balanza de bienes y servicios, que constituye un evidente y puro indicador de nuestra debilidad competitiva tal como muestra con toda claridad el cuadro adjunto:

Exportaciones e Importaciones de bienes y servicios
(en % del PIB)

Años	Exportaciones	Importaciones
1985	22,8	20,8
1986	19,9	17,7
1987	19,4	19,2
1988	18,9	20,0
1989	18,1	21,4
1990	17,1	20,5
1991	17,0	20,3
1992	17,5	20,5

Fuente: Banco de España. Cuentas Financieras (1983-1992)

A ese escenario de la pérdida de la competitividad de la producción española puede llegarse por otras vías.

La reciente publicación de la 13ª edición del informe sobre la competitividad mundial "World competitiveness report" elaborado por el "World Economic Forum", pone de manifiesto pese al siempre discutible carácter de la metodología utilizada, esta pérdida de competitividad comparativa de la economía española, cuya clasificación general situada en el conjunto de países considerados -países de la OCDE a excepción de Islandia y otros quince países en vías de desarrollo- ha retrocedido en 1993 un puesto respecto a 1992 pasando del lugar 18 ya bajo al 19 en la clasificación internacional.

Esa desventaja competitiva de España se cimenta en múltiples factores: en su elevada dependencia tecnológica, la insuficiencia de dotación de infraestructuras de transporte y telecomunicaciones, el ineficiente aprovechamiento de los recursos humanos, y la escasa atención prestada a la formación profesional en la empresa.

El "Informe" pone de manifiesto una clara desventaja competitiva de la economía española y una incapacidad de los gestores empresariales para potenciar aquellos aspectos en los que España pudiera tener ventajas comparativas.

Devaluaciones y competitividad.

La economía española ha perdido, pues así en los últimos años la primera batalla de la competitividad. Una pérdida de competitividad, que las tres devaluaciones de la peseta practicadas en septiembre y noviembre de 1992 y en mayo de 1993, han permitido recuperar, aunque por la vía excepcional en el marco de definición del SME, de la devaluación y que requiere

avances sustanciales y urgentes, en la corrección de los problemas de fondo que la condicionan, para consolidar la reposición de la competitividad perdida y evitar que las sucesivas devaluaciones se pierdan en el vacío por la ausencia de las necesarias medidas de acompañamiento.

Constituye un hecho que quizás por evidente no se ha subrayado con toda la importancia que realmente tiene que las devaluaciones recientes de la peseta -y especialmente la última de 13 de Mayo del año actual- han devuelto provisionalmente a nuestra producción una competitividad que había ido perdiendo desde 1989 por el creciente e indisciplinado aumento de sus costes y precios internos, situandola en una posición más favorable en la actualidad como atestigua la mejora del comportamiento de nuestras exportaciones que han crecido a tasas del orden del 11% en el período enero-mayo de 1993. Sin embargo, una devaluación, *por sí misma*, no cierra las vías de agua del aumento de los costes de producción, ni es capaz de disciplinar el crecimiento de las rentas, ni asentar la competencia de los mercados. Una devaluación necesita de las *medidas de acompañamiento* que asienten los costes y precios de la economía y a falta de esa condición la devaluación estará condenada a convertirse en una medida efímera para restablecer y afirmar la competitividad de una economía.

Tiene por ello pleno sentido, ocuparse de la competitividad de la economía española, de sus raíces y efectos, como problema urgente y de las posibles líneas de actuación necesarias para dar permanencia a las mejoras competitivas logradas con las devaluaciones de forma que permitan en el futuro que la integración española en Europa genere los positivos resultados sobre la producción y el empleo que cabe esperar.

El análisis obligado de la competitividad de la economía española.

A ese planteamiento ha respondido el curso que sobre "La empresa y la competitividad de la economía española" ha celebrado recientemente la Fundación FIES en colaboración con Caixa Galicia, en la sede de la UIMP en La Coruña. Un curso que ha abordado un tema importante de nuestra economía, de cuyas conclusiones fundamentales, la crónica de Carmela Martín -Secretaria del Curso- que se contiene en este mismo número de Cuadernos de Información Económica ofrece puntos importantes de enseñanza y reflexión.

El objeto de esta nota, en esa misma sintonía, trata de recabar la atención de los lectores sobre seis aspectos claves del comportamiento económico cuya importancia decisiva para lograr mejorar la competitividad de la economía española, requieren por su reiteración argumental en cuantos se han detenido el análisis de la pérdida de impulso competitivo en los últimos años en España, una consideración especial. Sirva pues esta breve nota de complemento y apostilla a la "crónica del curso" para resaltar aquellos aspectos que, en ningún caso, la necesaria política decidida y urgente en pro de la mejora de la competitividad debe olvidar y que surgen con reiteración entre los mensajes derivados de las ponencias y comunicaciones presentadas en el Curso sobre "La empresa y la competitividad de la economía española:

1. La decisiva importancia de la evolución de los salarios.

En efecto, en varios de los trabajos presentados en el curso y, en especial, el realizado por el Profesor de la Universidad Complutense Miguel Sebastián, se ha puesto de manifiesto el alto poder explicativo que tienen los salarios respecto a la evolución de los precios. En

forma más precisa, la evolución de los *salarios privados* constituye en España la variable que explica el comportamiento de los *precios* (no a la inversa).

La vieja espiral salarios-precios, ha podido así encontrar, por obra de los métodos econométricos avanzados, la definición de su sentido preciso de causalidad. Si los salarios privados determinan a los precios, no es gratuito el énfasis que se ha venido poniendo tanto en los informes realizados dentro de España, como por organismos internacionales prestigiosos, en la necesidad de moderar el crecimiento salarial como un punto clave de la lucha contra la inflación, y, al mismo tiempo, priva de sentido a la afirmación que, contra toda evidencia, han venido realizando las centrales sindicales, en el sentido de que los crecimientos salariales, no influyen en la evolución de los precios sino que se limitan simplemente a reponer la capacidad adquisitiva perdida por la inflación.

No existe, de acuerdo con la investigación que comentamos, ninguna otra variable que tenga un poder de explicación de la evolución de los precios comparable al crecimiento salarial. La investigación empírica demuestra que ni la evolución del tipo de cambio de la peseta (que sólo tiene un cierto valor explicativo de los precios de las exportaciones a corto plazo), ni los costes financieros tienen un efecto sobre los precios comparables al de los salarios privados.

También se destaca un carácter subordinado de la evolución de los salarios públicos respecto a los privados confirmando así, un claro mimetismo en las retribuciones del trabajo del sector público respecto a lo que acontece en el sector privado de la economía.

2. *La urgente necesidad de reformar el mercado de trabajo.*

Las rigideces del mercado de trabajo en España, constituyen un segundo aspecto clave condicionante de los males económicos de la sociedad española y de la pérdida de competitividad que los productos españoles han venido experimentando en los últimos años. Unas rigideces que presionan al alza los salarios y elevan la tasa de paro en España al nivel más alto de los países comunitarios.

La pervivencia de ordenanzas laborales fruto de una tradición histórica, hoy desajustada a las necesidades empresariales que restan movilidad sectorial, funcional y geográfica a la mano de obra, y la práctica ya erradicada en muchos países, de indiciar los salarios según la evolución del coste de la vida, sin ajuste al comportamiento de la productividad de cada sector económico e incluso de cada empresa, por la forma centralizada en que se negocian los convenios, otorgan al mercado de trabajo unas rigideces en su comportamiento fruto de las cuales resultan unos excesivos crecimientos salariales -cuyos efectos inflacionistas ya se han comentado- y contribuyen a elevar la tasa de paro.

Los trabajos expuestos en el curso de La Coruña, especialmente la de Juan José Dolado, insistieron en la necesaria reducción de las excesivas reglamentaciones que caracterizan nuestro mercado de trabajo y en la necesidad de dotarlo de mayores dosis de flexibilidad, buscando fórmulas de contratación laboral que manteniendo los efectos positivos de la contratación temporal mitiguen sus efectos desfavorables, desde el punto de vista tanto social como de eficiencia económica.

3. *La necesaria reducción de los costes financieros.*

Sin restar importancia al crecimiento salarial como elemento clave determinante de los precios y por tanto como factor fundamental en el deterioro de la competitividad, es también clara la necesidad de moderar los costes financieros asociados a los altos niveles de tipos de interés existentes en España, que desestimulan la realización de inversiones privadas, tan precisas para el crecimiento real de la economía y encarecen la financiación del capital de utilidad pública creador de infraestructuras.

Los altos tipos de interés registrados por la economía española tienen su raíz profunda en el inadecuado comportamiento del sector público. Y ello en un doble sentido. Por una parte, la persistencia del déficit público fruto de un comportamiento expansivo del gasto público que reclama una profunda reforma en los diferentes aspectos del proceso presupuestario, desde su elaboración hasta su ejecución, tratando de eliminar corruptelas que inducen inevitablemente a elevaciones de los gastos públicos corrientes, hace que la restricción presupuestaria tenga un carácter laxo en España, lo que obliga a la política monetaria a asumir un papel de protagonismo en la indeclinable lucha contra la inflación que conduce inevitablemente a una elevación indeseable de los tipos de interés.

La financiación del persistente déficit público ha condicionado, con clara inconveniencia para las necesidades de la economía española, altos tipos de interés que además de los elevados costes financieros que transmiten hacia las empresas, atraen capital especulativo a corto plazo que contribuye a apreciar el tipo de cambio de la peseta y a la generación de inestabilidades del mercado cambiario.

Pero además, el sector público en una línea errónea de comportamiento ha apostado más por el protagonismo del ahorro público que del ahorro privado. La experiencia interna y externa muestran la falta de realismo de esta alternativa, dado que, de una parte, el crecimiento del ahorro público se realiza -por la vía del aumento de los impuestos- en detrimento del ahorro familiar y, de otra, el ahorro público tiene siempre un carácter de provisionalidad, toda vez que la existencia del ahorro público constituye en la práctica un factor que estimula el aumento del gasto público.

Un comportamiento que condiciona a medio plazo la existencia de una base escasa del ahorro nacional que dificulta la financiación real del necesario proceso de inversión y contribuye a la elevación de los tipos de interés.

En este sentido, la vuelta a una política, siempre pospuesta, de consolidación del gasto público que contribuya por la vía del gasto -no de los impuestos- a la reducción del déficit público y una política de protección del ahorro privado sobre la base de una actuación fiscal que reduzca los tipos marginales de gravamen y simplifique la estructura del impuesto sobre la renta, más que avanzar por el camino de los tratamientos fiscales reducidos, por la vía de la excepción, a determinados destinos del ahorro privado, se revela como una actuación necesaria y urgente para estimular el ahorro privado en España.

Por ello regular, tal como se ha prometido, las cuentas de ahorro popular contemplada en el Impuesto sobre la Renta de personas físicas, debe constituir un objetivo prioritario para estimular el ahorro, con respeto a la libertad de decisión de los sujetos privados, abandonando la actual línea de estímulo a *determinados* productos financieros (particularmente Fondos de Inversión) que, en la práctica sólo inducen un cambio en la composición de las carteras de

activos financieros de los ahorradores, con la única misión de facilitar la financiación del déficit público puesto que, como es bien sabido, los activos fundamentales de los Fondos de Inversión son pasivos financieros del sector público.

4. El papel estratégico de las infraestructuras.

Por lo que se refiere a la estructura del gasto público, un aspecto sobre el que han insistido todas las investigaciones que se han ocupado del estudio de los factores que condicionan la convergencia real de la economía española con la europea, es el papel fundamental que juega la creación de infraestructuras (especialmente red viaria y comunicaciones) y las inversiones en capital humano, especialmente las destinadas a generar una adecuada formación profesional de la mano de obra.

En este terreno, los trabajos de investigación que se vienen realizando en España, destacan tres hechos importantes:

El primero es la necesidad de conocer con precisión la dotación de capital público generador de infraestructuras con que cuenta nuestro país. Un conocimiento, que a falta de iniciativa pública, ha sido abordado por el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE) que dirige el Profesor Francisco Pérez. Una línea de trabajo imprescindible para un mejor conocimiento de la actividad inversora del sector público y de cuya exposición en el curso celebrado en La Coruña se deriva con toda claridad el esfuerzo de acumulación de dotaciones de capital público realizado en la década de los años ochenta, así como a través del análisis regional, la clara contrastación del positivo papel de las infraestructuras en la evolución del output industrial y de los aumentos de productividad.

El segundo, consecuencia obvia del anterior, es la prescripción de que los gastos de inversión pública por su trascendencia, no deben sacrificarse ante la necesaria contención del déficit público y la voracidad de los gastos corrientes. Toda política -por otra parte inaplazable de reducción del déficit público- debe venir protagonizada por un esfuerzo de contención de los gastos de consumo público y transferencias, que reflejen una decidida voluntad de mejorar la utilización de los recursos públicos, sin acudir al fácil expediente de ajustar las cuentas públicas por la vía de la reducción de las inversiones generadoras de infraestructuras que, pese a su importancia económica, son con frecuencia ante la ausencia de un valedor social que la defienda quienes pagan con su contención, la incontinencia de los gastos corrientes con exigentes beneficiarios directos.

El tercer punto destacable es la urgente necesidad, ante la escasez relativa de los fondos que un país como España, puede dedicar a inversión pública, sobre todo a la vista del importante diferencial de dotación de infraestructuras que aún mantiene con los países más avanzados de la Comunidad Europea, de acentuar la rigurosa aplicación de técnicas de evaluación de proyectos. Crear infraestructuras útiles para la sociedad no es incrementar la inversión pública en cualquier cosa y a cualquier coste. Precisamente la limitación de los recursos disponibles obliga a ser especialmente cuidadosos en la selección del destino de las inversiones buscando aquellas ocupaciones con mayor rentabilidad social y cuya contribución al crecimiento económico sea más decisiva, y ello supone avanzar en la aplicación de técnicas de análisis coste-beneficio y coste-eficacia, cuya utilización hasta ahora en la inversión pública española ha sido más bien escasa dejando, con los peligros que ello entraña, el papel

central de las decisiones de inversión a un puro acto de voluntad política sin el conveniente apoyo de estudios técnicos y económicos que muestren la racionalidad de esas decisiones.

5. *La reforma de los mercados de servicios: un punto clave para combatir la inflación dual española.*

Como ya se dijo, el carácter intensivo en mano de obra de la producción de *servicios* y su resguardo de los embates de la competencia, con mucha frecuencia como reflejo de la propia regulación pública de que son objeto, hacen que los precios de los servicios lleven una trayectoria creciente mucho más acentuada que la del conjunto de los precios de los productos industriales comercializables, abiertos a la competencia en los mercados internacionales.

Este hecho, común por razones estructurales a todas las economías, pero más acentuado en España, tiene graves consecuencias económicas perturbadoras: eleva la inflación global que han de padecer los consumidores, sin que las medidas monetarias de control de la demanda consigan domeñar permanentemente unas tendencias inflacionistas cuya raíz se encuentra en el inadecuado comportamiento de la oferta; aumenta el coste de las empresas, por la vía de los mayores precios de los servicios que utilizan, reduciendo sus márgenes y situándolos en una posición delicada desde el punto de vista de la competitividad frente a aquellos países donde la evolución de los precios de los servicios ha logrado cotas mayores de moderación.

Es, por ello, lógico que el Presidente del Tribunal de Defensa de la Competencia, Miguel Angel Fernández Ordoñez, afirmara en su intervención que "la liberalización de los mercados de servicios es una de las tareas fundamentales para recuperar la competitividad de la industria española conjuntamente con el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos y la reforma del mercado laboral".

Una tarea que debe concretarse en la desregulación de muchas actividades de servicios, fundamentalmente en las áreas de educación, sanidad, transportes y comunicaciones, que introduzca en ellas el espíritu de la competencia y el mercado. Algo que requiere una firme voluntad política dada la previsible reacción de defensa de los grupos de interés que actualmente se benefician de la regulación existente y que obligaría, como señaló Fernández Ordoñez, a la elaboración anual de un "Presupuesto de restricción de la competencia" que mostrara ante la opinión pública la "transferencia" implícita de recursos, que la actual situación determina, desde los consumidores -y empresas- a quienes se benefician de las restricciones de la competencia.

6. *La búsqueda de "intangibles": un mensaje clave desde la perspectiva empresarial.*

Nadie discute la necesidad de las políticas de equilibrio macroeconómico global, como la base indispensable, por sus efectos sobre precios y costes, de la competitividad de una economía.

Adicionalmente, los empresarios y los estudiosos de la empresa, vienen insistiendo en el papel crecientemente relevante, dada la imperfección de los mercados en que las empresas deben competir, de factores internos a la empresa tales como su capacidad organizativa y de

gestión para enfrentarse a un entorno fuertemente competitivo y muy cambiante y a la generación de lo que ha dado en denominarse "activos intangibles", esto es las ventajas competitivas derivadas de aplicaciones tecnológicas, de la especial formación de su personal, de la existencia de redes de comercialización adecuadas o de la mejor organización de los suministros de los proveedores.

En particular en el curso se insistió en la importancia competitiva del capital humano generador de una formación que se traduce en aspectos que como la aplicación de nuevas tecnologías o el desarrollo de diseños atractivos, se han revelado en la práctica como factores competitivos de primera magnitud.

Un área de actuación en la que la colaboración entre el sector público y privado (sobre todo en el terreno de las actividades de I + D y de capital humano) se hace imprescindible por la cuantiosa inversión de recursos necesarios que no podrían soportarse exclusivamente por las empresas pero en la que carecería de sentido su estructuración exclusivamente a cargo del sector público, sin tener en cuenta las necesidades empresariales a las que deben atender.

En suma, no todos los aspectos que condicionan la competitividad de las empresas están directamente relacionados con los precios; los factores antes aludidos influyen en otros atributos de los bienes producidos, tales como la calidad técnica, los servicios de garantía y de atención post-venta, o el diseño, cuya importancia competitiva resulta fundamental. Factores que requieren una política pública de apoyo y un comportamiento empresarial basado en una actitud combativa de acomodación a las condiciones cambiantes de la demanda y de los mercados.

Entender estos seis mensajes expuestos reiteradamente en el curso sobre "La empresa y la competitividad de la economía española" es fundamental para movilizar en la línea adecuada una política económica y un comportamiento de los agentes sociales que reencuentre con permanencia las bases sólidas de la competitividad perdida. En la diligencia con que la misma se aplique, se juega en buena medida el futuro destino de una economía española integrada en la Comunidad Europea.

LA EMPRESA Y LA COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Carmela Martín

En todos los diagnósticos que se han realizado recientemente sobre la situación y perspectivas económicas de los diferentes países industrializados, figuran, en un lugar destacado, las consideraciones acerca de la competitividad internacional. Específicamente, y centrándonos en el caso de España, es una postura unánime aludir a la competitividad, o mejor dicho, al deterioro que ésta ha experimentado en los últimos años, como un desequilibrio básico que subyace a los problemas de recesión y desempleo. Ahora bien, también con carácter general, se apela a la competitividad, en esta ocasión a su mejora, cuando se trata de aportar soluciones a tales problemas.

No obstante, esta profusa utilización de la variable competitividad con ambas finalidades, positiva y normativa, se hace, con frecuencia, desde ópticas parciales o demasiado vagas acerca de su significado y los factores que la determinan. Con ello, se resta operatividad al debate económico y se acaba dificultando, por consiguiente, la adopción de un adecuado programa de medidas de política económica. Los malogrados intentos de pactos de competitividad o de progreso son ilustrativos de lo que se acaba de indicar.

En este contexto, a comienzos del presente año, la Fundación FIES consideró de interés organizar un curso donde se analizaran de forma conjunta los principales factores, de índole macroeconómica y microeconómica, que parecen determinar la posición competitiva de la economía española y se tratara, además, de fundamentar actuaciones de política económica encaminadas a conseguir mejorarla. Este proyecto, que se iría preparando a lo largo del año, se ha celebrado durante los días 5 a 9 de julio, con el mismo título que esta nota: "La empresa y la competitividad de la economía española", en el marco de los cursos de verano de la UIMP y Universidad de La Coruña, bajo la dirección del profesor Fuentes Quintana y gracias al patrocinio de la Fundación Caixa Galicia.

Partiendo de la idea, generalmente admitida, de que la competitividad de una economía depende, en última instancia, de la capacidad de sus empresas para ganar cuotas en los mercados nacional e internacional, a lo largo de las nueve sesiones que han integrado el curso, se han estudiado las variables, tanto internas como externas a las empresas, que determinan su capacidad competitiva.

Por consiguiente, en el curso se han examinado: las variables que configuran el entorno macroeconómico de las empresas, aquellas que atañen al funcionamiento de los mercados de factores (trabajo y capital), a la generación de activos intangibles (tecnología, capital humano y comercial, básicamente), y, finalmente, aquellas otras variables, más específicas de la empresa que tienen que ver con su capacidad organizativa y de gestión. Junto al examen de la incidencia que todos estos factores pueden estar ejerciendo en la competitividad de nuestra economía y, más concretamente, en su deterioro en los últimos años, el curso ha abordado también, como

se dijo, el examen de las medidas básicas a través de las cuales la política económica puede favorecer la competitividad.

Aunque la pluralidad de enfoques y riqueza de argumentaciones que han transmitido los más de 30 cualificados profesionales del mundo académico, de la Administración y la empresa (tanto financiera como industrial) que, tan amablemente, aceptaron nuestra invitación a participar en el curso, haga imposible su fiel reflejo en una breve nota; me parece, no obstante, que al conjugar todas ellas se extraen una serie de ideas coincidentes, que tiene interés difundir, y se podrían resumir en los puntos siguientes:

- 1º) Que, eludiendo discusiones puramente nominalistas, se puede afirmar, que la posición competitiva de un país depende, en último término, de la capacidad de sus empresas para producir bienes y servicios en unas condiciones de "calidad-precio" mejores a las de sus competidores y, por consiguiente, ganar cuotas en el mercado nacional e internacional.

A este respecto, un hecho que ha quedado claro es que las empresas no son, en modo alguno, las unidades pasivas e indiferenciadas que (según postula el modelo neoclásico en los libros de texto) se limitan a transformar, a partir de una tecnología dada, unos factores (trabajo y capital, ambos homogéneos) en bienes o servicios que colocan en mercados en condiciones de competencia perfecta.

Bien al contrario, como han puesto de manifiesto, de forma contundente y unánime, todos los conferenciantes y, particularmente, los propios empresarios de la industria y entidades financieras, hoy día las empresas son organizaciones con estructuras internas dispares y cada vez más complejas que se enfrentan con mercados de ámbito internacional, o como ahora se suele denominar global, donde las presiones competitivas de las empresas rivales son cambiantes y de una fiereza hasta ahora desconocida. Unos mercados donde, además, es imprescindible adaptarse con rapidez a las demandas de unos consumidores, cada vez mejor informados y exigentes, no sólo en cuanto al precio sino también en lo que se refiere a otros atributos de los productos tales como: la calidad técnica, el diseño o los servicios de garantía y mantenimiento post-venta.

Todo ello requiere, por consiguiente, de una profunda transformación en la estructura organizativa interna de las empresas así como en su capacidad para gestionar más eficientemente, no ya las actividades estrictamente productivas, sino además, otras como las de I+D (necesarias, tanto para generación de tecnología propia como para la adecuada asimilación de la importada), las actividades de formación de personal, la mejora permanente de la organización de los suministros de proveedores o la creación de redes propias de distribución y comercialización de sus productos, por citar sólo las que, de forma reiterada fueron mencionadas por todos los participantes.

Todo ello requiere, a su vez, de una actitud empresarial, de tipo schumpeteriano, como la que, en buena medida, mostraron tener los empresarios que participaron en el seminario relatando las estrategias competitivas seguidas por sus respectivas empresas. A este respecto, en todas ellas se reveló, como común denominador, la decisión de asumir el riesgo de comprometer inversiones en activos físicos e intangibles, a fin de adaptarse a las cambiantes y cada vez más exigentes demandas de los consumidores con mayor celeridad y eficacia que las empresas rivales y, de este modo, obtener una rentabilidad elevada, aunque generalmente a medio plazo.

Ahora bien, aunque la disponibilidad de estos modélicos empresarios sea una *condición necesaria* para la competitividad y prosperidad de un país -sobre todo en una situación económica tan comprometida como la que, ahora, estamos viviendo no es mucho lo que estos empresarios pueden hacer sin la existencia de acciones consecuentes por parte del resto de los agentes sociales y económicos para crear el *entorno propicio a la inversión* que necesitan las empresas.

2º) A este respecto, las intervenciones de los conferenciantes fueron también coincidentes, tanto al apuntar las características que ha de tener ese entorno empresarial como al señalar que su creación precisa de la participación de todos los agentes económicos y sociales.

En síntesis, puede decirse, que tal entorno es el definido por los dos rasgos siguientes:

- a) Un marco de *estabilidad macroeconómica*, que permita el control de la inflación y la disciplina del sector público para que estas magnitudes se mantengan en niveles equiparables a los del resto de países similares (en el caso de España los de la Comunidad Europea).
- b) Un *contexto microeconómico* que haga posible el funcionamiento eficiente y flexible de los mercados de bienes y factores y, no menos importante, la consecución de factores productivos de semejante calidad a los de los otros países; especialmente: capital público o infraestructuras, educación y formación de la mano de obra o capital tecnológico basado en inversiones en I + D.

Como es lógico, y con tanta solvencia argumentaron todos los participantes, la consecución de este entorno requiere, conviene recalcarlo, de actitudes y acciones coordinadas de todos los agentes.

3º) Como tercer bloque de conclusiones cabría mencionar las que surgieron al aplicar las anteriores al caso español. Más concretamente, las que responden a la siguiente pregunta:

¿En qué medida la situación de las empresas españolas y del entorno microeconómico y macroeconómico que conforman las actuaciones de sus agentes: empresarios, entidades financieras, trabajadores y por último, Administraciones Públicas, está en consonancia con la que, según fue visto, requieren los cambios que se han operado en el contexto internacional?

En este sentido, y haciendo una síntesis telegráfica de lo que allí se expuso, señalaría los puntos siguientes:

- a) Que las empresas españolas tienen, en su mayoría, deficiencias organizativas y de gestión, y, particularmente, en la formación de la mano de obra, capacidad tecnológica y comercial, que dificultan su internacionalización. Esto es, la creación de multinacionales con sede en España al igual que tienen otros países de la Comunidad Europea. Y ello es, como se demostró, un serio obstáculo para la consolidación y crecimiento de las exportaciones y, en definitiva para el crecimiento sostenido de la producción y el empleo.

- b) Que, bajo los *fuertes ritmos* observados en el *crecimiento de los salarios*, no justificados por la evolución de la productividad de nuestra economía, subyacen rigideces importantes en el funcionamiento del mercado de trabajo que, al incidir negativamente en los costes de producción de las empresas, están contribuyendo a la inflación y coartando la creación de empleo. Además, según lo que allí fue analizado, ello es debido, en gran medida, a comportamientos corporativistas tanto en los sindicatos como en las patronales y, en relación con ello, al mareo excesivamente centralizado, en que se realizan las negociaciones laborales.
- e) Que, si bien los grandes esfuerzos de adaptación de nuestras entidades financieras al nuevo espacio europeo está aproximando sus niveles de eficiencia a los de las entidades homólogas en los países más avanzados de la Comunidad Europea, éstos no son todavía suficientes para proporcionar financiación a las empresas en condiciones semejantes a las de estos países.
- d) Que la falta de competencia de algunos mercados de servicios (como los de Telecomunicaciones), que se encuentran al abrigo de las presiones competitivas del exterior, es un problema que subyace en la mayor dualidad que caracteriza a la inflación española; a la par que supone un lastre importante para los costes de las empresas industriales.
- e) Por último, que, asimismo, existen *deficiencias* en la política macroeconómica, particularmente, en la *política fiscal* y, sobre todo, en la *gestión del gasto público*, con dos consecuencias muy negativas,
- De una parte, el hacer recaer excesivamente el peso del control de la inflación sobre la política monetaria; lo que, además de perjudicial para la convergencia real de España con la media Comunitaria, resulta poco operativo, dados los compromisos adquiridos por nuestro país con el SME.
 - Y, de otra parte, al primar los gastos consuntivos, en detrimento de la inversión pública, restringen la mejora de las infraestructuras, educación y actividades públicas de I+D que, tan imprescindibles son, como fue señalado con claridad, para aumentar la competitividad de nuestras empresas y, a través de ello, mejorar el crecimiento de nuestra economía.
- 4º) Finalmente, el último bloque de conclusiones serían aquellas que tienen que ver con las sugerencias de política económica que fueron hechas, con mayor insistencia, como vía de poner remedio a los problemas que se acaban de mencionar.

Se trata de un amplio mareo de actuaciones de política económica, de diversa naturaleza y adscripción administrativa, entre las que podrían destacarse las siguientes:

- En primer término, una *política fiscal más disciplinada* y, sobre todo, que incorpore una mayor eficiencia en el gasto, estimule el ahorro y conceda *más importancia a la inversión pública*, sobre todo en infraestructuras, I+D y educación. Con todo, conviene matizar que la eficacia de estas inversiones no depende sólo, como es evidente, del volumen de los recursos que a ellas se asignan sino también de la selección y gestión de los proyectos específicos en que se materializan. Pues, como puntualizó el profesor Fuentes Quintana, no se trata únicamente de dotar de las

infraestructuras físicas (edificios) sino de gestionar los recursos humanos de forma que se garantice el buen funcionamiento de las instalaciones sean éstas, por poner un ejemplo, hospitales o facultades.

- En segundo término, una *profunda reforma en el mercado de trabajo* que reduzca las excesivas reglamentaciones existentes, flexibilice su funcionamiento, y que, sin desatender la ayuda a los desempleados, permita seguir acciones más activas y eficaces de estímulo a la creación de empleo a través de la formación profesional. A este respecto, la política activa de formación profesional junto con los mencionados esfuerzos educativos complementarios en *capital humano*, fueron calificados como una pieza indispensable para, junto con las inversiones en I+D, lograr aumentar la productividad y competitividad.
- En tercer término, habría que aludir, y con el mismo énfasis que pusieron Miguel Angel Fernández Ordóñez y Paulina Beato, a las Políticas destinadas a *estimular la competencia en los servicios* puesto que, como ambos argumentaron, la introducción de competencia en los servicios no es sólo esencial para reducir los costes de la industria, sino, también, para favorecer el nacimiento y desarrollo de empresas de servicios españolas competitivas internacionalmente.
- En cuarto lugar, y como señaló Luis Martí, resulta preciso referirse al refuerzo de las políticas de estímulo y ayuda a la creación de redes comerciales y, asimismo, al fomento de las inversiones directas de empresas españolas en el exterior.

Por último, para concluir este sumario, conviene recordar, por la importancia que ello tiene que ni éstas ni otras políticas, por adecuadas que sean, serán eficaces para la competitividad si las empresas no asumen el protagonismo que les corresponde.

En suma, digámoslo todavía una vez más para reflejar fielmente una de las consideraciones más enfatizadas por los ponentes, y, particularmente, por José Viñals, quien llevó a cabo la conferencia de clausura: el remedio de los problemas de la competitividad, que es tanto como decir la política, para salir fortalecidos de la crisis económica requiere un esfuerzo comprometido y solidario de todos los agentes.

LA ECONOMIA ESPAÑOLA ANTE EL "PACTO SOCIAL"

Enrique Fuentes Quintana

Julio Alcaide Inchausti

El clamor por el "pacto social" y la situación de la economía española.

Desde la convocatoria de las elecciones generales y del tiempo transcurrido tras de su celebración, el "pacto social" se ha convertido en una referencia reiterada de nuestras autoridades económicas para remediar los gravísimos problemas que padecemos. El "pacto social" se ha ido configurando como una remisión mágica del que se esperan todas las soluciones, sin que hasta ahora se hayan revelado las condiciones que deberían delimitar severamente su contenido y sus posibles aportaciones para tratar la situación económica del país.

Mientras se apelaba, con convicción creciente, a la magia del "pacto social" el diagnóstico del Gobierno sobre la situación económica española no se ha comprometido públicamente con la precisión indispensable. Se ha producido así la paradoja de que se haya convocado a quienes deberían acordar el "pacto social" sin haberse expuesto, por el Gobierno, los términos de su posible contenido y la lógica económica a la que debería responder el entendimiento de las partes. Esta actitud de no diagnosticar antes de pactar parece apoyarse en el deseo de explorar las posiciones de las partes sin condicionarlas por la valoración oficial de la situación económica realizada por el Gobierno.

Ese silencio gubernamental sobre el diagnóstico de la situación económica no ha sido, sin embargo, completo pues ha estado interferido por el "ruido" de algunas manifestaciones públicas de sus autoridades en torno a algunos problemas que deberían encontrar en el pacto su definición y su tratamiento. Manifestaciones que han encontrado eco en otras distintas realizadas por los agentes sociales partícipes del pacto. Las declaraciones gubernamentales se han referido, al menos, a tres grandes cuestiones. En primer lugar, a la situación alarmante del déficit público que ha rebasado escandalosamente las previsiones presupuestarias y cuyo ajuste ha llegado a demandar, incluso, la revisión de los gastos de las prestaciones sociales. Algo que significa para algunas opiniones su "recorte" y, para otras, su "contención". Esas afirmaciones han encontrado su respuesta en los sindicatos que han negado, con contundencia, cualquier retoque de las prestaciones sociales como condición para el pacto. Se ha afirmado, también, por las autoridades responsables de la política económica la necesidad de abordar una reforma profunda en el mercado de trabajo aunque sin precisar su contenido. Se ha aludido, en fin, por miembros del Gobierno a la necesidad de lograr mayor flexibilidad y más intensa competencia en los mercados de bienes y servicios sin traducir esas pretensiones reformadoras en medidas concretas y operativas.

De otra parte, se han aireado opiniones que aspiran a definir y aplicar políticas expansivas que olviden los graves problemas que plantean los desequilibrios económicos que padecemos: la

inflación, el desequilibrio exterior, el déficit público. Y no faltan voces que piden un planteamiento radical de la política económica que atienda, en exclusiva, a resolver el problema del paro creyendo que ello es posible postergando la lucha contra la inflación. ¿Qué importa una mayor inflación si así se "resuelve" el mal grave del desempleo?.

De esta manera, con la carencia de un diagnóstico y los "ruidos" de las manifestaciones de quienes deberían pactar, se ha ido extendiendo en torno al contenido del "pacto social" un clima de notable incertidumbre, añadida a la que ya siembran los datos de la economía española sobre su preocupante futuro.

Cabe poca duda que un deseo mayoritario de los ciudadanos coincide en la necesidad de pactar y consensuar las decisiones que aborden y resuelvan los problemas básicos con los que la economía española se enfrenta en el crítico momento actual pero, justamente, atender a ese deseo ciudadano exige conocer la situación actual que afronta la economía española: una premisa obligada de la que deberían partir quienes van a negociar el "pacto social".

Una pregunta obligada ante el "pacto social".

¿Dónde se encuentra situada la economía española en el momento que se inician las negociaciones del tan reclamado "pacto social"?

La pregunta parece importante porque sin una respuesta fundada a la misma resulta imposible pactar con algún sentido y, desde luego, valorar la conveniencia de los pactos, si es que éstos al fin se acuerdan por los agentes sociales a los que el Gobierno ha convocado en los días finales de julio.

La respuesta a esta pregunta remite a la necesidad de apelar a los hechos e interpretarlos en un diagnóstico que debería inspirar el "pacto social" si éste es posible y, en todo caso, la política económica del Gobierno si no lo fuera.

Los análisis disponibles sobre la economía española vienen destacando ocho rasgos fundamentales que definen su situación actual:

- 1º) La recesión de su actividad productiva y la más intensa que afecta a los componentes de la demanda y, con fuerza preocupante y destructiva, a la inversión real.
- 2º) La caída del empleo y su consecuencia inevitable, el aumento del paro, que aunque cifrado desigualmente por los distintos indicadores disponibles, testimonia el comportamiento económico más preocupante y de solución más compleja y difícil.
- 3º) La persistencia en una economía debilitada por su falta de vitalidad productiva de una inflación *dual* por su composición y *diferencial* por su comportamiento con respecto a la Europa Comunitaria.
- 4º) La presencia y revelación de un déficit público explosivo, aún ignorado plenamente en todos sus componentes y en sus causas.
- 5º) El crecimiento salarial, situado al margen del aumento de la productividad y del crecimiento de los precios, que está detrás de la caída del empleo y el aumento del paro.

- 6º) La mejora relativa del desequilibrio exterior, apreciada principalmente en el saldo de la balanza de bienes y servicios, explicable por la recobrada fuerza de las exportaciones y por la debilidad de la economía interna traducida en la demanda de las importaciones. Un comportamiento positivo que se contrapone al negativo de la balanza de rentas y al de la balanza de capitales que evidencia, a la altura del mes de abril del 93, un importante retroceso del flujo neto de financiación recibido del resto del mundo.
- 7º) El profundo deterioro de las expectativas de empresarios y consumidores sobre la situación económica, tal y como lo revelan las encuestas de opinión disponibles.
- 8º) El severo condicionamiento impuesto para la recuperación interna de la economía por el comportamiento crítico de la economía mundial y del proceso de integración europea.

El conocimiento de esos ocho rasgos configuradores de la situación actual de la economía española constituye una condición para proponer alternativas y decisiones con las que abordar los problemas que plantea su presencia y a la exposición de esos ocho rasgos básicos se dedicarán las siguientes consideraciones.

Ocho rasgos básicos de la Economía Española: Un parte sintético.

1º La recesión de su actividad productiva y la más intensa que afecta a los componentes de la demanda y con fuerza preocupante y destructiva a la inversión real.

Los indicadores reales de la economía española al finalizar el segundo trimestre de 1993, muestran la continuidad de la recesión de la producción y de la demanda, pero con matices que apuntan a un cierto freno en el ritmo decreciente de la producción, mientras que se mantiene el descenso de la demanda interna.

Los gráficos números 1 y 2 muestran la evolución del PIB y de la demanda interna en valores absolutos y en tasas de variación ratificando las tendencias decrecientes apuntadas, más intensa en la demanda que en la producción nacional y ofrecen el punto de partida preciso para analizar los factores en que se manifiesta la debilidad de ambas magnitudes:

Indicadores de la producción

La Contabilidad Nacional del primer trimestre ha registrado un descenso de la producción estimado en el 1.1%, atribuido fundamentalmente a la caída de la construcción en el 6% y a la industria en el 3%, siempre en relación a igual trimestre del año anterior. En agricultura y pesca, se ha estimado un crecimiento del 3.3%, mientras que se mantiene igual producción en los servicios privados destinados a la venta y un aumento del 1% de los servicios públicos, concordante con el crecimiento del consumo público.

A partir de los indicadores disponibles para el segundo trimestre, se ha elaborado el Cuadro nº 1, que es una estimación-avance de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre. Según esta estimación, cuya versión oficial no se conocerá hasta septiembre/octubre de este año, el PIB del segundo trimestre habría registrado un descenso ligeramente mayor que el del primer trimestre (-1.3%), siempre en relación al mismo trimestre de 1992, mientras que su descenso respecto al trimestre precedente, en tasa anualizada, sería sólo del -0.4% (-1.6% en el primer trimestre).

Según nuestra estimación, el deterioro industrial, respecto a un año antes, será algo más intenso, pero frenándose la tendencia decreciente del año anterior. Los servicios acusarán un ligero descenso, pero mejorarán algo la construcción y la agricultura. Lo más relevante de esta previsión es el hecho de que la caída de la producción tienda a frenarse, lo que de continuar dará lugar a algún crecimiento positivo en el cuarto trimestre, sobre todo en relación al trimestre precedente, que, en definitiva, es el indicador más expresivo de la posible la flexión del ciclo.

CUADRO NUM. 1				
EVOLUCION DEL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 1993 Y AVANCE DEL SEGUNDO				
(Porcentaje variación s/igual trimestre del año anterior)				
	PRIMER TRIMESTRE 1993		SEGUNDO TRIMESTRE DE 1993	
	ESTIM. CNTR	INDICADORES	PREVISION CNTR	INDICADORES
Agricultura y Pesca	3,3	---	3,7	Cosecha cereales (+17,4%)
Industria	-3,0	IPI (-6,6%) Demanda eléctrica (-39%)	-3,4	IPI (abril)(-7,6%) Demanda eléctrica Abril -3,9; mayo -3,0; junio (2,5)
Construcción	-6,0	Consumo cemento (-16,1) Empleo (-7,1) Días asegurados (269)	-5,0	Consumo cemento (abril-mayo) 12,5 Días asegurados abril (346)
Servicios para venta	0,0	Consumo gasolina(-11,5) Tráfico aéreo int. (-8,3) Pasos telefónicos (-4,2) Turistas (4,2) Empleo (-1,7)	-0,2	Tráfico aéreo abril (-7,4) Pasos telefónicos, abril(-2,0) Turistas, abril-mayo (1,8)
Servicios públicos	1,0	---	0,5	---

Indicadores de la demanda

El dato más relevante del cuadro macroeconómico en la actual fase recesiva de la economía española viene dado por la reducción de la brecha registrada en los años expansivos entre la producción interna y la demanda, brecha que quedaba reflejada en el más alto crecimiento de la demanda interna, frente a la producción, lo que daba lugar a una mayor dimensión relativa del déficit de la balanza exterior en bienes y servicios, amortiguada por el efecto positivo de la relación real de intercambio, al crecer menos los precios de los bienes y servicios importados que el de los exportados.

Según la Contabilidad Nacional correspondiente al primer trimestre, frente a un descenso del PIB evaluado en el 1.1%, en relación al primer trimestre de 1992, la Demanda Interna descendió el 2.1%. Comportamiento que evaluado en relación al cuarto trimestre de 1992, en tasa anualizada, supuso un descenso del PIB en el 1.6% y de la Demanda Interna en el 5.2%. Datos que confirman el intenso hundimiento de la economía española a partir del tercer trimestre de 1992.

La caída de la demanda interna es consecuencia tanto de su componente de consumo como de inversión. El consumo privado y público se estancó en el primer trimestre de 1993 en relación a igual trimestre de 1992, lo que supone un descenso del 1.7% en el consumo privado del primer trimestre, comparado con el cuarto trimestre de 1992, evaluado en tasa anual. La caída de la

inversión real (formación bruta de capital fijo) en el primer trimestre, fue muy intensa, evaluándose en el 8.9%, pero con mayor incidencia en los bienes de equipo que en la construcción. Puede decirse que la caída de la inversión en bienes de equipo que se inició en el segundo trimestre de 1992, es el dato más relevante, entre los componentes de la demanda, de la recesión que padece la economía española.

CUADRO NUM. 2				
EVOLUCION DEL GASTO NACIONAL BRUTO EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 1993 Y AVANCE DEL SEGUNDO				
(Porcentaje variación s/igual trimestre del año anterior)				
	PRIMER TRIMESTRE 1993		SEGUNDO TRIMESTRE DE 1993	
	PREVISION CNTR	INDICADORES	PREVISION CNTR	INDICADORES
Consumo privado	0,1	IPI bienes de consumo (-7,7) Matric. automóviles (-35,0) Consumo gasolina (-4,0) Ventas gr. superf. (-9,1) Consumo familiar (ECPF)(-0,5)	-1,0	IPI bienes de consumo (-7,4) Matric. automóviles (I TR)(-23,8) Ventas gr. superf. (II TR)(-10,2)
Consumo público	1,0	---	0,5	---
Inversión bienes de equipo	-13,3	IPI bienes de equipo (-4,5) Matric. automóviles (-37,8) Matric. tractores agric. (-32,2) Crédito sector privado (4,8) Import. bienes equipo (-16,0) Export. bienes equipo (26,0)	-14,9	IPI bienes de equipo, abril (-11,4) Matric. camiones, abril-mayo (-35,8) Crédito sector privado, abril (4,3) Import. bienes equipo, abril-mayo (6,2) Export. bienes equipo, abril-mayo (22,0)
Construcción	-6,1	(ver producción)	-5,5	(ver producción)
Demanda interna	-2,1	---	-3,0	---
Demanda final	-0,8	---	-1,2	---
Saldo exterior	15,8	---	26,9	---

El Cuadro nº 2 presenta los datos de la Contabilidad Nacional del primer trimestre de 1993 y una estimación de los correspondientes al segundo trimestre, desde la óptica de la demanda, elaborada a partir de los escasos indicadores disponibles y en línea con los criterios del INE utilizados para el cálculo oficial del primer trimestre. No parece que se hayan registrado cambios muy importantes en la evolución de la demanda de consumo. Es posible que el consumo público desacelere algo más el moderado crecimiento estimado para el primer trimestre. En cuanto al consumo privado, la manifiesta desaceleración que resulta de la caída del 1.7% en el primer trimestre, respecto al cuarto trimestre de 1992, se acentuará algo más en el segundo trimestre (-2.1%). Reducción que no es tan intensa cuando se comparan los segundos trimestres de 1993 y 1992, en los que el descenso del consumo privado se limita al 1%.

Por lo que se refiere a la demanda de inversión, se prevé la continuidad de su descenso en bienes de equipo y material de transporte, pero con una cierta desaceleración en el ritmo de caída cuando se compara la previsión para el segundo trimestre, frente al trimestre precedente.

La construcción, que ya en el primer trimestre registró algún freno en su ritmo decreciente, parece que no ha mejorado en el segundo, según se desprende de los datos de consumo de

cemento y evolución del empleo. Pero con tendencia a frenar el deterioro, si los proyectos que se deducen de las licitaciones públicas comienzan a pasar a la fase de ejecución, lo que ciertamente necesita contar con una financiación adecuada, dada la deuda acumulada de las administraciones públicas sobre los constructores y estos respecto a sus proveedores.

2º La caída del empleo y su consecuencia inevitable, el aumento del paro que, aunque cifrado desigualmente por los distintos indicadores disponibles, determina el comportamiento económico más preocupante y de solución más compleja y difícil.

La caída del empleo y su consecuencia inevitable, el aumento del paro, es el hecho que más preocupa a la sociedad española. Los datos son incontestables. En el primer trimestre de 1993, según la EPA, la población ocupada descendió el 4.6%, la población activa aumentó el 0.7% y el paro creció el 25.4%, alcanzando la tasa de paro el 21.7% de la población activa, superando en 4.2 puntos porcentuales a la tasa calculada en igual trimestre de 1992. La población asalariada registró un descenso del 4.2%, por lo que la población ocupada no asalariada acusó más intensamente la pérdida de empleo, en este caso, a una tasa del 5.2%, respecto al primer trimestre de 1992.

Según la EPA, la pérdida de empleos fue más intensa en la industria (-9.7%), seguida de la construcción (-7.1%) y de la agricultura y pesca (-6.4%). Los servicios también registraron descenso del empleo, en este caso del 1.7%. La caída del empleo ha afectado más intensamente a los trabajadores con contrato temporal (-8.6%) que a los de contrato indefinido (-2.2%). También más en los varones (-6%) que en las mujeres (-2.6%).

La estadística de afiliación a la Seguridad Social registra menos descenso del empleo, que en el primer trimestre lo limita al 3.7% (4.6% según la EPA). En abril continuó la caída del empleo, descendiendo el 3.9% respecto a abril de 1992.

El paro registrado en las oficinas de empleo en el primer trimestre, aumentó en 168.600 personas frente a los datos de diciembre. Esta cifra es sensiblemente inferior a la encuestada por la EPA, que estimó el aumento del paro en 253.200 personas. Hasta junio el paro registrado aumentó en 160.600 personas y respecto a junio de 1992 en 334.100 personas, (202.300 entre marzo de 1992 y marzo de 1993). Según estos datos, el paro encuestado en el segundo trimestre incorporará un aumento de 120.000 personas que puede elevar el número de parados encuestados a 3.420.000 y la tasa de paro próxima al 22.5% de la población activa. Pero el paro registrado en junio sólo equivale al 16.6% de la población activa, tasa que probablemente se ajusta mejor al nivel de paro de España.

Los datos de la EPA del segundo trimestre que se darán a conocer en la última semana de julio, pueden causar mella en la opinión pública española, ante la gravedad que mostrarán sus cifras, tanto en lo que se refiere a la caída del empleo como el aumento del paro.

3º La persistencia en una economía debilitada por su falta de vitalidad productiva de una inflación dual por su composición y diferencial por su comportamiento con respecto a la Europa comunitaria.

La tensión salarial, los efectos del alza del tipo del IVA y las tres devaluaciones de la peseta, todo ello en el período de un año que separa junio de 1992 y junio de 1993, ha deparado que el

Indice de Precios de Consumo en el mes de junio creciera el 4.9% respecto a junio de 1992, y que la inflación subyacente lo hiciera en el 5.9%, tasas muy elevadas en el contexto de la crisis de demanda que padece la economía española.

La inflación española continúa manteniendo su naturaleza *dual*: En el mes de mayo de 1993, los precios industriales crecieron el 1,7%, mientras que los precios de los servicios adquiridos por los consumidores lo hicieron al 8,5 por cien.

Hay que destacar que los precios industriales y energéticos comienzan a registrar, aunque moderadamente, el efecto de la devaluación. Los precios industriales, en su conjunto, crecieron 1.6% en el período enero-mayo, destacando el mayor aumento de los precios de los productos energéticos (3.5%) y de los bienes industriales fabricados destinados al consumo, (2.9%).

El precio de la energía constituye un capítulo fundamental en el alza de los precios internos. A pesar de la caída del precio de los crudos de petróleo en los mercados internacionales, al estar nominado su precio en dólares, el precio en pesetas pagado por las refinerías españolas se ha incrementado desde diciembre hasta junio en torno al 10%, tasa que tendería a elevarse hasta el 20%, de permanecer las tendencias alcistas del dólar. El precio de la energía, según el Índice de Precios Industriales (IPRI), aumentó el 3.4% en el acumulado enero-mayo y el 3.5% en el mes de mayo. Hay que tener en cuenta que en dicho índice el mayor peso corresponde a la electricidad. Los precios de la energía consumida por los hogares (IPC), registran un mayor crecimiento (6.7% en la media acumulada del primer semestre y 7.1% en junio).

Por otra parte, se mantiene el carácter *diferencial* de la inflación española: Los precios de consumo españoles siguen creciendo más que los comunitarios, manteniendo una inflación diferencial que nos separa de Europa. En junio el IPC español superaba en 1.5 puntos a la media comunitaria, en 2 puntos a los países incorporados al SME y en 3.9 puntos a los tres mejores (condición de MAASTRICHT).

4º La presencia y revelación de un déficit público explosivo, aún ignorado en sus componentes y en sus causas.

El Ministerio de Economía y Hacienda todavía no ha publicado oficialmente el balance consolidado de los ingresos y gastos de las Administraciones Públicas del año 1992. Sus últimas estimaciones situaban en el 4.4% del PIB la dimensión del déficit público, dato que, según todos los análisis realizados, será superado ampliamente, quizá en torno al 5.5%.

Según la Intervención General del Estado, el gasto público del Estado en el primer semestre de 1993 aumentó el 14.2% un aumento global dentro del que destaca el descomunal crecimiento de los pagos por intereses (93,9%), mientras que los ingresos lo hicieron en el 7%. Datos ambos que confirman una mayor expansión del sector público en 1993, ya que las expectativas del crecimiento nominal del PIB se situará en torno al 5%. El déficit de Caja del Estado en el período enero-junio, ha aumentado el 46.3%, elevándose a 1.795.9 miles de millones de pesetas. Los ingresos por impuestos descendieron el 2.2% (los directos crecieron el 2% mientras que los indirectos descendieron el 7.3%). Según la opinión hecha pública por las autoridades del Ministerio de Economía y Hacienda, se prevé para 1993, un déficit del Estado en torno al 5% del PIB, que se elevará hasta el 6.5% al incorporar los déficit de la seguridad social y las administraciones territoriales.

El ajuste de las cuentas públicas en 1993 va a estar repleto de dificultades. Los ingresos fiscales tienden a reducirse como consecuencia de la crisis, al disminuir la renta personal, el consumo y los beneficios empresariales. La recaudación del IVA hasta junio ha disminuido el 9.5% y la del IRPF el -0.4%. Los ingresos, en su conjunto, han disminuido el 2.2%. Las cotizaciones a la seguridad social, por el contrario, habían aumentado el 10.5% en el período enero-abril.

5º El crecimiento salarial situado al margen del aumento de la productividad y del crecimiento de los precios, que está detrás de la caída del empleo y el aumento del paro.

Según los datos del Ministerio de Trabajo, los salarios pactados en convenios aumentaron en el primer semestre el 6.2% (6.3% incluidas cláusulas de salvaguardia). El 5.5% en los convenios de empresa y el 6.3% en los convenios del sector. La encuesta de salarios del INE evalúa en el 7.5% de aumento en el primer trimestre la ganancia media por trabajador, con mayor incidencia en la industria (7.9%) seguida de los servicios (7%) y de la construcción (6.6%). Los salarios agrícolas en el segundo trimestre limitan su crecimiento al 4.7%. Los sectores con negociación salarial menos rígida (construcción y agricultura) muestran crecimiento, más en consonancia con la situación económica general. A partir de estos datos, se concluye que en el primer trimestre los salarios reales por persona ocupada registraron ganancia del 3.3%, mientras que el empleo asalariado descendía el 4.3%. El coste laboral unitario en el primer trimestre, ha reducido su crecimiento al 4%, como consecuencia del descenso del empleo asalariado y su correspondiente efecto sobre la productividad aparente.

La adecuada valoración de los crecimientos salariales debe realizarse en términos comparativos respecto al crecimiento de los precios de consumo, que determinan su capacidad adquisitiva, y en relación a la evolución de la productividad aparente del trabajo.

El gráfico número 3 refleja la trayectoria de las tasas de variación de esas tres variables en el período 89-93 y muestra con toda claridad el hecho de que entre 1990 y 1993 el crecimiento de los salarios ha ido permanentemente por encima del de los precios y, aún con mayor distanciamiento, del de la productividad.

Esta circunstancia ha sido un factor clave en el deterioro de los beneficios empresariales que ha conducido a las empresas a buscar el necesario ajuste por la única vía que les quedaba disponible para restablecer la productividad, esto es, la reducción del empleo, cuyo efecto se traduce dramáticamente en la elevación de la tasa de paro.

6º La mejora relativa del desequilibrio exterior apreciada, principalmente en el saldo de la balanza de bienes y servicios y explicable por la recobrada fuerza de las exportaciones y por la debilidad de la economía interna traducida en la demanda de importaciones. Un comportamiento positivo que se contrapone al negativo de la balanza de rentas y al de la balanza de capitales que evidencia, a final de abril de 1993. Un importante retroceso en el flujo neto de financiación recibida del resto del mundo.

En efecto, el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en los cuatro primeros meses del año (571 miles de millones de pts.) fué notablemente inferior que el correspondiente al mismo período de 1992 (890 miles de millones de pesetas). Se registra así en el primer cuatrimestre del año una sustancial mejora del desequilibrio exterior imputable en su mayor parte

a la reducción del déficit comercial en 527 mil millones de pesetas, lo que constituye el lógico reflejo de la favorable evolución de las exportaciones que en abril crecieron a una tasa próxima al 27% respecto a igual mes del año anterior y la contención de las importaciones cuyo crecimiento se moderó a una tasa del 3,6 por cien en el mismo mes. Una evolución positiva de las corrientes comerciales que deriva de la debilidad de la economía interna.

La balanza de servicios también mejoró en el primer cuatrimestre de 1993, aumentando su superavit en 76 mil millones de pesetas respecto a igual período de 1992, por la positiva evolución del turismo.

Sin embargo el importante volumen de pagos por intereses a los tenedores no residentes de deuda pública ha causado un considerable empeoramiento de la balanza de rentas que registró, en el primer cuatrimestre de 1993 un aumento de su déficit en 240 mil millones de pesetas respecto a igual período de 1992.

El aspecto más preocupante de las cuentas exteriores de la economía española radica en la continuidad de la reducción del flujo de financiación neta del exterior (-60 mil millones de pesetas en el primer cuatrimestre del 93 frente al aumento de 1.345 miles de millones en igual período de 1992). El factor diferencial más importante no estriba en los flujos de entrada que han continuado siendo cuantiosos -en especial los dirigidos a adquirir deuda pública- sino en el espectacular aumento de los préstamos y depósitos de los residentes españoles al exterior que, en un marco de fuertes inestabilidades cambiarias se han multiplicado casi por ocho en el período enero-abril de 1993 respecto a igual período del año anterior.

Todo ello ha conducido a una pérdida de reservas de 774 mil millones de pesetas, frente al aumento de 410 mil millones de pesetas en el primer cuatrimestre de 1992; a pesar del comportamiento favorable de la balanza comercial y de la de servicios.

7º El profundo deterioro de las expectativas de empresarios y consumidores sobre la situación económica tal y como revelan las encuestas de opinión disponibles.

En el cuadro nº 3, se han seleccionado los resultados de cinco encuestas que parecen significativas para el estado de opinión de algunos agentes económicos destacados. Su resultado muestra, en todos los casos, un profundo deterioro de la opinión consultada, sobre todo respecto al segundo trimestre de 1992. El primer trimestre de 1993 presenta, en algún caso, una desaceleración de la caída, pero permaneciendo la tendencia decreciente del tercer y cuarto trimestre de 1992, que había marcado el desplome de la coyuntura económica española.

Del análisis de los resultados de las distintas encuestas de opinión, queda manifiesto el profundo deterioro experimentado por la economía española en el tercero y cuarto trimestre de 1992. En el primer trimestre de 1993, desde el lado de la actividad industrial y constructora, se detectan signos de que el declive se está frenando. Pero desde la óptica del comercio y de los consumidores, su percepción es de empeoramiento. Unos indicadores que vienen a confirmar lo que muestran los datos reales de la economía, que apuntan desde el lado de la producción, a un freno en su tendencia recesiva, aunque sin llegar a tocar fondo, mientras que por el lado de la demanda, se aprecia un mayor deterioro.

GRAFICO NUM. 1
EVOLUCION DE LA COYUNTURA ECONOMICA
(Miles de millones de pesetas constantes de 1986)

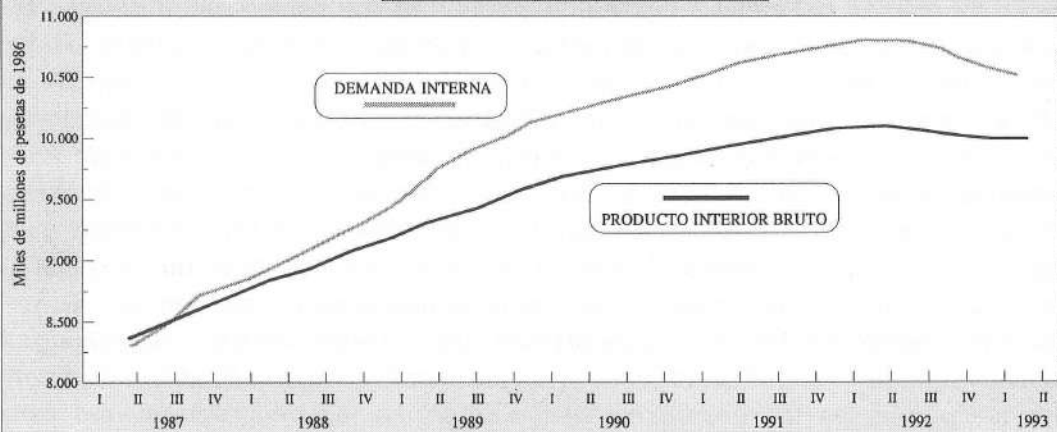


GRAFICO NUM. 2
EVOLUCION DEL PIB Y LA DEMANDA NACIONAL
Tasa de variación sobre el trimestre precedente anualizada

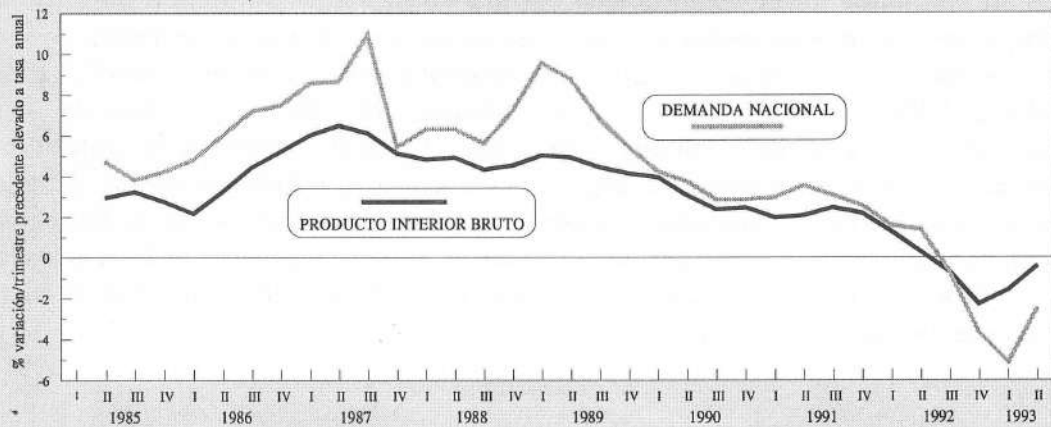
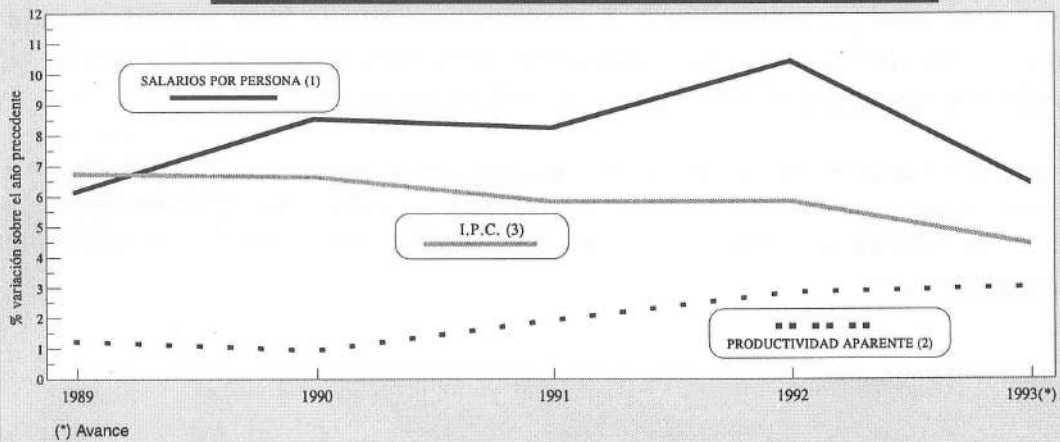


GRAFICO NUM. 3
EVOLUCION DE LOS SALARIOS, LA PRODUCTIVIDAD Y LOS PRECIOS DE CONSUMO (IPC)
(Porcentaje de variación sobre el año precedente)



(*) Avance

Clima industrial

El indicador de opinión del clima industrial se obtiene de los saldos netos de opinión de los empresarios industriales referida al nivel de cartera de pedidos, expectativas de la producción y nivel de existencias de productos terminados, en este caso, con signo contrario. A partir de 1990, el clima industrial fue mostrando un descenso progresivo, con un comportamiento engañoso en el último trimestre de 1991, en el que el clima coyuntural mejoraba. A partir de dicho trimestre se registró una profunda caída hasta llegar al -37% del cuarto trimestre, que supuso caída de 26 puntos porcentuales a lo largo del año 1992. En el primer trimestre de 1993, el clima coyuntural se ha recuperado ligeramente como consecuencia de la mejora de las expectativas de la producción, que según la encuesta industrial se situaron en el -3%, frente al -22% del trimestre precedente. Un cambio importante que de confirmarse en los próximos meses, mostraría alguna recuperación de la producción industrial, impulsada por su mayor competitividad exterior a consecuencia de las devaluaciones y las ganancias de productividad obtenidas, paradójicamente, por la disminución de empleo.

Índice de confianza en la construcción

El índice de confianza de la construcción resulta de la media aritmética de las opiniones empresariales sobre cartera de pedidos y el nivel de empleo. A partir de 1990, el índice de confianza del sector de la construcción comenzó a deteriorarse hasta alcanzar media negativa del 37% para el año 1990 y del 53% para el cuarto trimestre de 1992. La pérdida de 34 puntos porcentuales entre los cuartos trimestres de 1991 y 1992, confirma el deterioro de la construcción que también era manifiesto según los indicadores reales del sector. En la medida en que este indicador no recoge las expectativas de producción, el índice de confianza no se ha recuperado sustancialmente a pesar del aumento de la licitación pública (126% en el período enero-abril de 1993). En cualquier caso, el índice de confianza en abril ganó siete puntos, respecto al cuarto trimestre de 1992.

Situación del negocio comercial

Se trata de una encuesta elaborada por EUROSTAT, con la colaboración de los países miembros de la CE. En el caso de España, la caída de la actividad comercial fue manifiesta en 1990 y 1991, con pérdida de 12 puntos respecto a la situación de 1989. Pero es a partir del primer trimestre de 1992, cuando se inicia un proceso de deterioro muy profundo que quedó reflejado en los 30 puntos perdidos entre los cuartos trimestres de 1991 y 1992. El deterioro ha continuado al perder tres puntos adicionales en el primer trimestre de 1993 y seis en el mes de abril, respecto a la opinión manifestada en el cuarto trimestre de 1992.

Este indicador viene a confirmar lo que resulta de la estadística de ventas en grandes superficies comerciales, que según el INE en el período enero-mayo de 1993 descendió el 10.7% respecto a igual período de 1992, descenso calculado en términos reales corregidos de la evolución de los precios.

Indicador de confianza del consumidor

Se dispone de dos encuestas planteadas con metodología diferente pero cuyos resultados vienen a coincidir al interpretar el punto de vista de los consumidores.

La oficina estadística de las Comunidades Europeas (EUROSTAT), elabora una encuesta del sentimiento del consumidor, según la cual a lo largo de 1993 se acusó un desplome reflejado en la pérdida de 22 puntos porcentuales entre los cuartos trimestres de 1991 y 1992. En el primer trimestre de 1993, siguió perdiéndose confianza cuantificada en dos puntos porcentuales, para reducirse en un punto en el mes de abril.

La encuesta del sentimiento del consumidor que elabora la FUNDACION FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, sobre la que se da amplia información en este número de Cuadernos de Información Económica, muestra una caída de 23 puntos entre las encuestas de junio de 1992 y 1993, próxima a los 18 puntos detectados en la encuesta comunitaria. Hay que tener en cuenta que por la diferente metodología utilizada, la encuesta de la Fundación FIES tiende a elevar las diferencias de opinión, pero en términos de diferencia porcentuales son prácticamente coincidentes.

CUADRO NUM. 3						
OPINIONES EMPRESARIALES Y DE LOS CONSUMIDORES						
(Saldos netos en porcentaje)						
	SECTOR INDUSTRIAL		COMERCIO MINORISTA	CONSUMIDORES (INDICADOR DE CONFIANZA)		
	Clima de la industria (sin construcción)	Índice de confianza de la construcción	Situación del negocio comercial	Encuesta CE	Encuesta FIES	
1988 Media anual	-3	26	-19	-2	-10	
1989 Media anual	-3	19	-21	1	-7	
1990 Media anual	-15	15	-34	-2	-2	
1991 Media anual	-21	-9	-33	-6	-2	
1991 IV Trimestre	-11	-19	-28	-9	-2	Noviembre
1992 Media anual	-25	-37	-49	-20	-19	
1992 I Trimestre	-17	-23	-37	-9	-17	Febrero
1992 II Trimestre	-21	-26	-47	-14	-21	Junio
1992 III Trimestre	-26	-46	-54	-25	--	
1992 IV Trimestre	-37	-53	-58	-31	-48	Noviembre
1993 I Trimestre	-32	-52	-61	-33	-50	Febrero
1993 Abril	-33	-46	-64	-32	-44	Junio

Fuentes: Ministerio de Industria, Comisión de las Comunidades Europeas y Fundación FIES.

8º El condicionamiento impuesto para la recuperación económica por el comportamiento crítico de la economía mundial y del proceso de integración europea.

La gran novedad que están revelando los meses transcurridos del 93 es la profundidad de la recesión de las grandes economías industriales que afecta a la recuperación de la economía española. Dos características destacan en el comportamiento de las economías de los grandes países: su desigual posición en la fase del ciclo por el que atraviesan y la limitación y lentitud del

proceso de recuperación en los países que lo han iniciado. Estados Unidos que registra los mejores resultados productivos, éstos no van más allá de un crecimiento interanual del 2.6% del PIB (en el primer trimestre de 1993, frente al 3.1% del trimestre precedente). Ese ritmo de recuperación gradual y lento lo testimonian otros indicadores: la corta creación de empleo que ha provocado el ascenso del desempleo hasta el 7% en junio; las ventas de nuevas viviendas, índice de confianza de los consumidores, y ventas al por menor que no ofrecen tampoco despegues significativos. Japón no ha logrado recuperar su tónica habitual de crecimiento pese a las medidas expansivas adoptadas desde 1991. Sus tasas de desarrollo del primer trimestre del 93 apreciadas por el PNB no van más allá del 0.6%, un lento crecimiento que se está reflejando - algo impensable en el pasado- en el aumento de las cifras de paro. Sin embargo, donde el comportamiento económico es más negativo es en Europa. El retroceso productivo de Alemania se cifra en el primer trimestre del 93 en el -2% del PNB, lo que representa una reducción interanual del -3,7%. En Francia el PIB disminuyó durante el primer trimestre del 93 en el 0.5% y los indicadores continúan mostrando para abril y mayo una debilidad creciente de los resultados productivos, lo que ha elevado la tasa de desempleo hasta 11.5 de la población activa en el mes de mayo.

Sólo Gran Bretaña constituye una excepción con una tasa positiva de desarrollo situada en 1.4% del PIB, un comportamiento que cuenta, sin embargo, con la hipoteca de un crecimiento del déficit público que habrá de pasar su factura a la recuperación en el futuro.

Este panorama de la economía de los grandes países cierra el horizonte a las posibilidades de una pronta y generalizada recuperación. Especialmente en el escenario europeo no puede esperarse que la recuperación económica se instale en el largo año que nos separa del otoño del 94. Una limitación que condiciona decisivamente la propia recuperación de la economía española.

En segundo lugar, sobre la situación económica española pesa de forma decisiva el momento por el que atraviesa la integración europea. La crisis del Sistema Monetario Europeo abierta hace un año con el resultado negativo del referéndum danés, ha impuesto a todas las economías europeas el coste de una incertidumbre en el mercado de cambios que ha obligado a practicar reajustes en las cotizaciones y a mantener niveles de tipos de interés en manifiesta contradicción con las necesidades y la situación de la economía interna. Esta situación del S.M.E. está demandando de los países comunitarios integrados en su mecanismo de cambios decisiones mejores que las de dejar transcurrir el tiempo soportando las tormentas de la especulación. Y estas decisiones no pueden ser otras que acelerar la constitución de la Unión Monetaria o condicionar la especulación y limitarla a través de una regulación de las operaciones de los movimientos de capitales. Alternativa que en este número expone el trabajo de Luis Linde y Javier Alonso. Ahora bien, lo que resulta evidente es que, mientras esas posibles decisiones no se adopten, el Sistema Monetario Europeo y la interpretación de la cooperación monetaria realizada por los países europeos impondrán restricciones importantes a la política económica española que debe contabilizar cualquier evaluación de su situación económica actual.

* * *

Esos ocho rasgos que se han expuesto delimitan el campo problemático de la economía española en el que deberán encuadrarse las decisiones del "pacto social". Lo que, en cualquier caso, resulta condición indispensable y previa al pacto es disponer de un diagnóstico oficial del Gobierno que valore esos rasgos que definen el momento postelectoral de la economía española

y en el que pueden apoyarse las decisiones con las que tratar sus complejos e interdependientes problemas. El Gobierno ha comprometido, al fin, realizar ese diagnóstico aplazado, en su primera y exploratoria reunión con sindicatos y empresarios, para orientar las negociaciones del pacto. Debemos esperar, pues un mes más para conocer lo que el Gobierno piensa sobre la situación económica del país. Sería deseable que esa espera no ocasionara un agravamiento aún mayor de la situación económica, algo difícil de evitar porque el Gobierno no ha apreciado la imperativa necesidad de ganar el tiempo perdido para realizar el ajuste que nuestra economía demanda con urgencia desde hace tiempo.

**JUNIO 1993:
PREOCUPADAS VACACIONES**

*Francisco Alvira Martín
José García López*

I. INTRODUCCION.

El sentimiento económico de los europeos es bastante negativo a finales del primer semestre del año 1993, según los resultados de las últimas encuestas. El predominio del pesimismo, que comienza prácticamente con el inicio de la década de los noventa, ha ido aumentando año a año y ha alcanzado sus cotas más altas en los meses de marzo y abril. Entre el índice de confianza medio de la CE en el año 1990, -9, y el de mayo de 1993, -26, hay una diferencia negativa de 17 puntos que cuantifica el rigor de la crisis económica para los consumidores europeos. La pérdida de confianza entre 1989 y 1993 ha sido importante y generalizada. Todos los países de la CE han sufrido un retroceso del índice que mide el sentimiento económico de sus ciudadanos. El Reino Unido es la única excepción a este comportamiento uniforme. En 1989, este país mostraba el índice más pesimista de la CE, alcanzó su punto más negativo en 1990 y desde entonces, y con pequeñas variaciones, el índice de confianza del Reino Unido ha variado poco.

En este marco comunitario, caracterizado por una pesimista opinión europea sobre la amplitud y profundidad de la crisis, procede hacer la lectura de los resultados del sondeo de junio 93 en España: El sentimiento económico de los españoles se alinea con el de los europeos. Al interpretar los datos de la encuesta también conviene considerar la coincidencia temporal del trabajo de campo del último sondeo con la campaña de las elecciones legislativas de junio de 1993. La serie de esta encuesta a los consumidores españoles comienza prácticamente con el establecimiento de un régimen democrático en España y en fechas próximas a las seis elecciones legislativas de junio 1977, marzo 1979, octubre 1982, junio 1986, octubre 1989 y junio 1993, se ha preguntado al público sobre su valoración de la situación económica. Con la única excepción de la encuesta correspondiente a marzo de 1979, en las restantes, el ISC ganó puntos y, de forma especial, las expectativas de los consumidores aumentaron considerablemente respecto al sondeo inmediatamente anterior. A la vista de estos resultados, parece claro que una parte, al menos, de los electores y, a la vez, consumidores, confían en el mensaje que sus líderes les transmiten durante las campañas y esperan reformas económicas favorables.

La mejora del sentimiento económico de los españoles recogida y cuantificada en el sondeo de junio 93, debe ser interpretada desde una situación económica dominada por la recesión o un lento crecimiento en los países más próximos, con una intensificación de las noticias sobre la dureza de la crisis de la economía española y valorando la influencia de las promesas electorales que propiciaron la ilusión de un cambio. Las principales novedades del Índice del Sentimiento del Consumidor (I.S.C.) de cara a los próximos meses son:

- 1º Un aumento de seis puntos del índice respecto a su valor a comienzos del 1993.
- 2º Una mejor valoración de la economía nacional.
- 3º Una disminución del pesimismo sobre el futuro.

1. Mejora del I.S.C. Respecto al sondeo de febrero.

El avance de seis puntos señala que la rápida caída iniciada a mediados del año 92 se ha frenado. Este dato, sin duda es positivo; pero no puede olvidarse el elevado pesimismo expresado por un ISC con un valor 56. Aunque se hayan mejorado los resultados, del último sondeo del 92 y del primero del 93, hay que situarse a finales de 1981 para encontrar un valor tan bajo.

Los componentes del ISC que más han contribuido a su mejora han sido las expectativas, pero el grupo de optimistas en cada uno de los componentes del índice es muy pequeño (ver cuadro núm. 2). Sólo un 17% y un 16%, respectivamente prevé un futuro mejor para la economía del país y personal. El resto de la población no cree que habrá un cambio económico favorable en los próximos meses.

2. Una mejor valoración de la economía española.

Los dos subíndices que miden la valoración pública de la coyuntura económica: La experiencia ciudadana en los últimos meses y su pronóstico para los próximos, han mejorado en relación al sondeo anterior. Las observaciones expuestas en el párrafo anterior resultan válidas para este caso. Sólo un 7% de los entrevistados ha percibido un cambio positivo en la economía española durante los últimos meses, y un 17% espera que mejore en junio 93. Los resultados comparativamente favorables de junio, deben interpretarse desde el extendido pesimismo expresado por los españoles en la encuesta de febrero. Si se observa la serie desde 1977, sólo en los años 1980 y 81, en la crisis económica de 1979 y con la pérdida de confianza en los gobiernos de la UCD, se encuentran valores similares de la opinión sobre la economía nacional.

3. La mejora de las expectativas.

En contraste con las previsiones profundamente pesimistas de finales del 92 y del primer sondeo del 93, las del mes de junio recogen un avance importante de las expectativas sobre la economía nacional. En menor medida las expectativas familiares muestran también una mejora respecto a los dos anteriores sondeos. Dos circunstancias conviene considerar al señalar el valor de este resultado. Por una parte, el reducido porcentaje de aumento de los consumidores que prevén mejores tiempos a corto plazo un 5% y 6%; la interpretación neutra de la proposición "permanecerá igual", introduce un sesgo hacia una evaluación más favorable de las previsiones. Una lectura menos literal, pero más verídica del sentido de las respuestas "permanecen igual" las clasificaría como unas opiniones negativas y no neutrales, cuando se parte de una situación de recesión y de un sentimiento muy negativo. En este contexto "seguir igual" significa permanecer dentro de la crisis, con un 20% de paro y una caída de la actividad económica. Por último, señalar que el aumento del grupo de los optimistas ha estado, sin duda, influido por la coincidencia de la encuesta y las elecciones legislativas. Un grupo de ciudadanos, no muy amplio según la propia encuesta hasta un 5/6%, ha podido relacionar sus esperanzas de cambio en la coyuntura económica nacional y personal con los efectos de una nueva política económica.

4. La experiencia personal no mejora.

El crecimiento del ISC en junio de 1993, se explica por la mejora de las expectativas y la valoración de la economía nacional; sin embargo, la percepción de la situación económica familiar no ha mejorado. Ha perdido, incluso, un punto desde febrero de 1993 y se sitúa al mismo nivel que a mediados de 1981. La situación personal no ha cambiado sensiblemente para la mayoría de la población. La preocupación de febrero se traslada a junio.

5. La caída de la demanda de consumo.

El subíndice que expresa la evaluación de la economía personal y general de los consumidores para comprar bienes duraderos: automóviles, vivienda, equipamiento del hogar... es exactamente igual, 35, al de febrero. Los consumidores creen que nada ha cambiado entre febrero y junio en sus economías domésticas y, en consecuencia, su actitud hacia las compras importantes, tampoco. Los españoles permanecen en el punto más bajo de este subíndice.

6. La aproximación de las opiniones.

Los ingresos o la distribución geográfica de los entrevistados por Comunidades Autónomas han venido influyendo en los resultados de las encuestas económicas; pero desde comienzos de la crisis económica actual, las discrepancias han ido desapareciendo. La valoración del momento de compra de las familias de mejores ingresos es tan baja como la de mayores rentas. La reducción de la demanda de consumo es general.

FUERTE RETROCESO ANUAL DEL I.S.C..

Si se comparan los datos obtenidos en los mismos meses, es posible eliminar el efecto producido por la estacionalidad en el sentimiento económico de los entrevistados. En el cuadro núm. 1, se recogen los resultados de 1982, 1992 y 1993. En 1982, el ISC había alcanzado el mínimo de la serie expresando una notable preocupación del público que disminuiría rápidamente a partir de octubre 82, coincidiendo con las elecciones legislativas de aquel año.

CUADRO NUM. 1

	INDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR							Diferencia Junio 93/92/82	
	Año 1993		Año 1992		Año 1982				
	Junio	Febrero	Nov.	Jun.	Feb.	Junio			
OPINION SOBRE...									
SITUACION ECONOMICA DEL PAIS									
* Presente respec. pasado	29	21	32	58	66	36	-29	-7	
* Futuro rešpec. presente	65	46	35	70	82	54	-5	11	
SITUACION ECONOMICA FAMILIAR									
* Presente respec. pasado	68	69	74	88	89	73	-20	-5	
* Futuro respec. presente	84	77	69	99	104	85	-15	-1	
VALORACION MOMENTO DE COMPRA	35	35	50	81	76	45	-46	-10	
INDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR	56	50	52	79	83	57	-23	-1	

En el último año, junio 92/junio 93, el ISC ha retrocedido 23 puntos, un 29% de su valor en junio del 92. En la referencia histórica a los ochenta, el valor del ISC en 1982 era igual al del año anterior y el retroceso respecto a los valores en los meses de junio de 1980, de 1979, de 1975 fue de 5%, 18% y 10% respectivamente. Por tanto, la caída actual del ISC ha sido mucho más rápida que en los ochenta.

El contraste entre el notable optimismo que las encuestas muestran para 1991 y los dos primeros cuatrimestres de 1992 y la caída producida desde el último cuatrimestre del 92, es otra característica del ISC en los dos últimos años. En 1991 el ISC con valores próximos a 100, expresaba un sentimiento económico de los consumidores muy optimista; en un plazo inferior a los dos años los consumidores pasan a los momentos más negativos de la serie.

Entre junio de 1992 y junio de 1993, todos los subíndices han retrocedido, aunque con diferente intensidad. La experiencia reciente sobre cómo se ha comportado la economía nacional ha caído un 50% y un 23% sobre cómo lo ha hecho la economía doméstica. Este juicio tan desfavorable sobre los hechos económicos de cada día o, al menos, la imagen del comportamiento de la economía en los últimos meses, influye en la mala evaluación del momento para hacer compras importantes con un retroceso del 29%. Los valores de las expectativas han sido relativamente menos negativos. También han caído, pero su pérdida, 7% y 15%, respecto a los valores de 1992, es claramente menor. La experiencia conduce a un juicio crítico del presente y a reducir el gasto personal; pero no se ha perdido la confianza en la recuperación.

En el cuadro núm. 1 se exponen los datos de junio de 1982 para observar las discrepancias de los consumidores en dos distintos momentos de preocupación frente a la economía. Para prácticamente el mismo valor del ISC, en junio del 93, la esperanza de mejorar es más importante en este año. Sin embargo, la percepción de cómo ha funcionado la economía es peor en el 93, y de forma especial, la valoración del momento de compra es bastante peor que en 1982. *La caída de la demanda de consumo es el dato que con más fuerza destaca en junio de 1993.*

La formulación de los índices permite valorar con rapidez los cambios del sentimiento económico de los consumidores; pero pueden suavizar la intensidad de algunas opiniones que se explican mejor de otra manera. Por esta razón en el cuadro núm. 2, aparecen los porcentajes de población que dan respuestas positivas a las cuestiones planteadas en la encuesta. El resto de los entrevistados han dado una respuesta desfavorable o neutra. Una interpretación menos literal y más realista de las respuestas "seguir igual" respecto a la situación en el sondeo precedente debe considerarlas como opiniones negativas en la mayoría de los temas planteados. Así, las previsiones de los consumidores que creen que el paro en España seguirá igual en los próximos meses, corresponde a un sentimiento pesimista. En ningún caso, desde los datos actuales de paro puede interpretarse neutra una respuesta de que el número de parados o la tasa de paro seguirá igual.

De las seis dimensiones del sentimiento económico de los españoles tratados en la encuesta del ISC, en cuatro de ellos: Experiencia reciente sobre la marcha de la economía nacional y personal, el paro y la demanda, los grupos de optimistas son inferiores al 10% de la población. Una abrumadora mayoría de consumidores cree que los problemas del paro y el comportamiento de la economía nacional en los últimos meses o de su situación económica, no ha cambiado en relación a los meses inmediatamente anteriores o ha empeorado. La reducción de la demanda es la consecuencia racional de esta definición personal de la coyuntura económica.

CUADRO NUM. 2

TAMAÑO DE LOS GRUPOS OPTIMISTAS			
	Año 1993		Año 1992
	Junio	Febrero	Junio
A) SITUACION ECONOMICA DEL PAIS			
1. Ha mejorado	7	5	16
2. Mejorará	17	11	20
B) SITUACION ECONOMICA FAMILIAR			
1. Ha mejorado	8	9	17
2. Mejorará	16	11	23
C) DEMANDA: CONSUMO FAMILIAR			
1. Buen momento de compra	8	6	25
2. Comprará más	6	7	16
D) EL PARO			
1. Disminuirá	7	4	14
E) LA INFLACION			
1. Ha aumentado poco	53	47	40
2. Aumentará poco	69	54	46
F) AHORRO			
1. Ahorrará	36	33	35

El tamaño de los grupos optimistas en las seis dimensiones mejora ligeramente respecto a febrero del 93, pero en todos aparece una notable pérdida en relación al año anterior.

Más de la mitad de los españoles, 53%, ha percibido una reducción de los precios en los últimos meses y en un porcentaje superior, 69%, cree que la tasa de inflación disminuirá aun más en los próximos meses. Es éste, sin duda, el dato más favorable de la encuesta, reforzado por la tendencia de la opinión durante el año. Una confianza que en junio 92 alcanzaba a algo más del 40%, en febrero se sitúa aproximadamente a la mitad para pasar a una mayoría en junio.

Parece existir una relación entre la evolución del IPC y el debilitamiento de la demanda. Los datos estadísticos de ventas en grandes superficies o de matriculación de turismos corroboran los resultados de las encuestas y certifican la difícil perspectiva del mercado interior. La debilidad de la demanda interna se produce a pesar de la reducción o, al menos, el freno de la inflación.

Si las respuestas sobre consumo muestran un proceso de deterioro en consonancia con las previsiones de paro y de la economía familiar, en cambio, las expectativas de ahorro se mantienen respecto a febrero.

EL EUROPESIMISMO EN JUNIO DE 1993.

Al principio de este análisis se señalaba la coincidencia de las opiniones públicas en los países de la CE con la de los españoles. El pesimismo generalizado y la rápida caída de los índices que miden el sentimiento económico, ha sido un fenómeno común en prácticamente todos los miembros de la CE. La década de los 90 se inició con un retroceso del índice de confianza de los europeos. En junio de 1993, este proceso aun continúa.

CUADRO NUM. 3

EL DESANIMO EUROPEO DE LOS 90⁽¹⁾

	Junio 1993	Junio 1989	Diferencia 89/93
Media C.E.	-26	-6	-20
España	-33	1	-34
Italia	-36	-6	-30
Bélgica	-27	1	-28
Holanda	-19	9	-28
Alemania	-26	1	-27
Grecia	-29	-13	-16
Francia	-22	-11	-11
Portugal	-21	-10	-11
Irlanda	-16	-7	-9
Reino Unido	-18	-18	0
Dinamarca	-9	-14	5

¹⁾ Índice de confianza de los consumidores: formulación del índice según metodología comunitaria.

Desde el mes de junio de 1989, en cuyas fechas puede situarse el sentimiento económico más positivo de los europeos a junio de 1993 el índice de confianza medio de la CE pierde 20 puntos. El retroceso del ICC español, 34 puntos, durante los últimos cuatro años es el más intenso, aunque el valor del índice italiano en junio del 93 exprese un pesimismo mayor que el español.

España con Italia, Bélgica y Grecia tienen un ICC inferior a la media comunitaria. Alemania se sitúa en ese valor medio y Dinamarca es el único país donde sus ciudadanos expresan mayor optimismo en junio del 93 que en junio del 89.

En el Reino Unido, el índice no ha variado, pero en 1989, los ingleses eran los más pesimistas de la CE y en junio del 93 han dejado paso en esa ordenación del europesimismo a los restantes miembros de la CE con excepción de daneses e irlandeses. La situación relativamente más optimista del Reino Unido y de Dinamarca proviene, más que de la mejora, del no empeoramiento respecto a su anterior pesimismo.

España parte de un sentimiento significativamente más optimista en 1989 que la media comunitaria y pasa a situarse en un valor por debajo de la media. Su pérdida ha sido más profunda. Los valores obtenidos en la encuesta de junio confirman el peculiar extremismo de las manifestaciones de la opinión pública española. De los primeros en optimismo a los primeros en pesimismo.

II. TIPOS DE OPINION ECONOMICA Y SU EVOLUCION.

1. La economía nacional.

Si se cruzan las respuestas de los consumidores españoles referidas a su opinión sobre el funcionamiento de la economía nacional en los últimos doce meses con las expectativas de los mismos individuos para el próximo año, aparecen nueve grupos distintos de opinión entre los que se puede distribuir las respuestas a las preguntas sobre la evolución de la economía nacional.

Según la orientación de las respuestas resumidas en el cuadro núm. 4, los nueve grupos se pueden reducir a tres tipos básicos:

CUADRO NUM. 4

LA ECONOMIA ESPAÑOLA: TIPOS DE OPINION								
Expectativas para los próximos meses	Percepción de la economía actual respecto a situación anterior							
	Mejor		Igual		Peor		Suma	
	1993	1993	1993	1993	1993	1993	1993	1993
	Junio	Febrer.	Junio	Febrer.	Junio	Febrer.	Junio	Febrer.
Mejorará	3	2	3	2	12	8	18	12
Seguirá igual	2	1	9	6	18	15	29	22
Empeorará	2	2	3	3	48	61	53	66
SUMA	7	5	15	11	78	84	100	100

1º Los optimistas.

2º Los que perciben un estancamiento de la economía nacional.

3º Los pesimistas.

Los optimistas. En este grupo se encuentran los consumidores que creen que "en relación a los últimos doce meses, la economía española ha mejorado y en los próximos meses mejorará aun más". El tamaño de este segmento netamente optimista es de un 3%. Entre los optimistas se incluyen también quienes creen que la economía "ha ido a mejor y seguirá igual", 2%; quienes responden "la situación económica es igual y mejorará", 3%; y por último, a los individuos que han percibido un deterioro económico en los últimos meses pero confían en la recuperación, "peor, pero mejorará", 12%. En junio de 1993, las opiniones optimistas respecto a la economía nacional eran un 20% de toda la población con una apreciable mejora de siete puntos respecto a la encuesta de febrero. Este aumento del grupo de optimistas se debe, en buena parte, a los cuatro puntos aportados por quienes tienen una mala experiencia del presente respecto al pasado, pero confían en un cambio próximo de la coyuntura. En relación a junio de 1992, los optimistas han perdido cuatro puntos.

"Los estancados". Los individuos de este grupo manifiestan un sentimiento de "estancamiento" en la economía nacional. No ven razones para inclinarse en una u otra dirección. Si la evaluación de la situación anterior fuese netamente desfavorable, este grupo debería considerarse más bien pesimista. En junio de 1993, este grupo representaba al 9% de la población, con un aumento importante respecto a los sondeos de febrero y noviembre y una pérdida anual de cuatro puntos sobre la encuesta de junio del 93.

Los pesimistas. En este grupo se clasifican a los individuos que creen que "la situación económica nacional ha empeorado en los últimos doce meses y lo seguirá haciendo en los próximos". Es el segmento de población más claramente pesimista y por su tamaño, 48% de la población, el más importante. Al comparar este 48% de consumidores que expresan una opinión netamente pesimista de la marcha de la economía, con el reducido 3% que cree que la economía ha evolucionado favorablemente en los últimos meses y continuará haciéndolo en los próximos, se manifiesta con claridad el predominio del pesimismo económico en la sociedad española de 1993.

Además se incluyen en este grupo, los individuos que creen que "la economía nacional ha mejorado pero empeorará", 2%, "es igual hoy que hace unos meses pero empeorará", 3%; y, por último, a quienes creen que en estos momentos la economía ha empeorado y continuará igual, 18% de la población. La suma de estos porcentajes alcanza un 78% con una reducción de seis puntos respecto al anterior sondeo. Comparado en el de junio del 92, los pesimistas han aumentado ocho puntos.

GRUPOS EXTREMOS	JUNIO 93	FEBR. 93	NOV. 92	JUNIO 92
La economía ha empeorado en los últimos meses y empeorará más en los próximos.	48	61	65	40
La economía ha mejorado en los últimos meses y mejorará más en los próximos. . .	3	2	3	8

En el gráfico núm. 1, se recogen los cambios del tamaño de los tres grupos desde el año 1984. Los pesimistas disminuyen entre 1984 y el primer semestre de 1991, con la excepción de los datos obtenidos en el sondeo coincidente con la guerra del Golfo Pérsico. En la segunda parte del año 91, los pesimistas van ganando puntos a costa de los optimistas y de los que creen que no hay cambios importantes. En el sondeo de noviembre del 92, aparece la distribución más pesimista.

Los resultados de noviembre del 92 y febrero del 93, apenas difieren y una mayoría de más del 60% muestra su inquietud hacia la coyuntura económica nacional. Tan expresivos como los porcentajes de pesimistas netos son los pequeños porcentajes de optimistas netos, 2/3%. El retroceso de los primeros en junio del 93, no aparece acompañado de un aumento de los optimistas netos. La pérdida de peso del primer grupo se ha distribuido entre opiniones relativamente ambiguas, fundadas más en las expectativas que en la experiencia reciente.

2. La economía familiar.

Al cruzar las respuestas referidas a la reciente experiencia sobre la marcha de la economía doméstica de cada entrevistado con sus expectativas personales para los próximos doce meses, se establece una clasificación de las familias españolas con los nueve tipos recogidos en el cuadro núm. 5. La reducción de nueve a tres tipos de opinión: "optimistas", "sentimiento de estancamiento de la economía familiar" y "pesimistas", responde al mismo criterio de reparto realizado con los tipos de opinión sobre la economía nacional.

CUADRO NUM. 5

	LA ECONOMIA FAMILIAR: TIPOS DE OPINION							
	Percepción de la economía familiar respecto a situación anterior							
	Mejor		Igual		Peor		Suma	
	1993		1993		1993		1993	
Expectativas para los próximos meses	Junio	Febrer.	Junio	Febrer.	Junio	Febrer.	Junio	Febrer.
Mejorará	3	4	6	5	6	4	15	13
Seguirá igual	4	4	36	36	13	11	53	51
Empeorará	1	1	11	10	20	25	32	36
SUMA	8	9	53	51	39	40	100	100

GRAFICO NUM. 1
EVOLUCION DE LOS TIPOS DE OPINION
SOBRE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

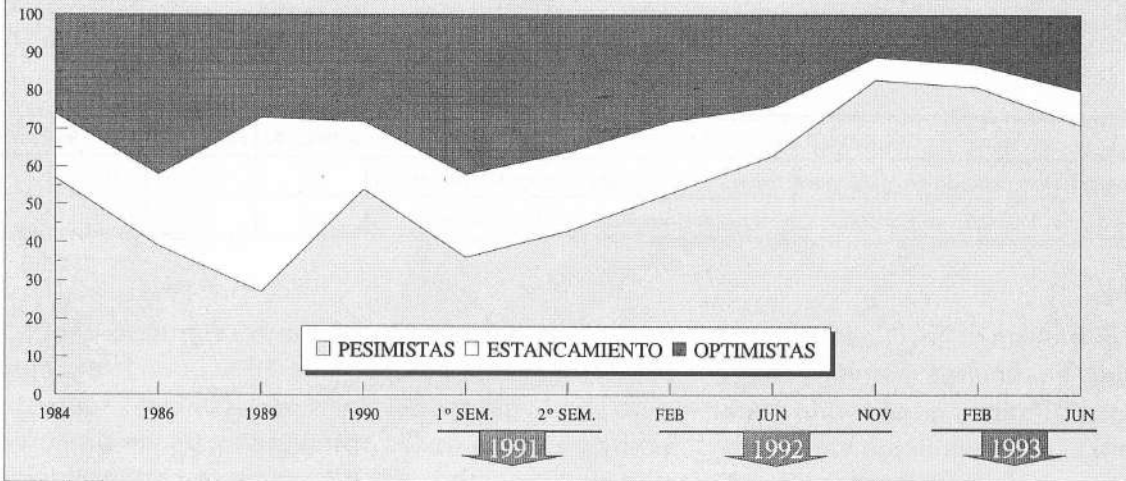
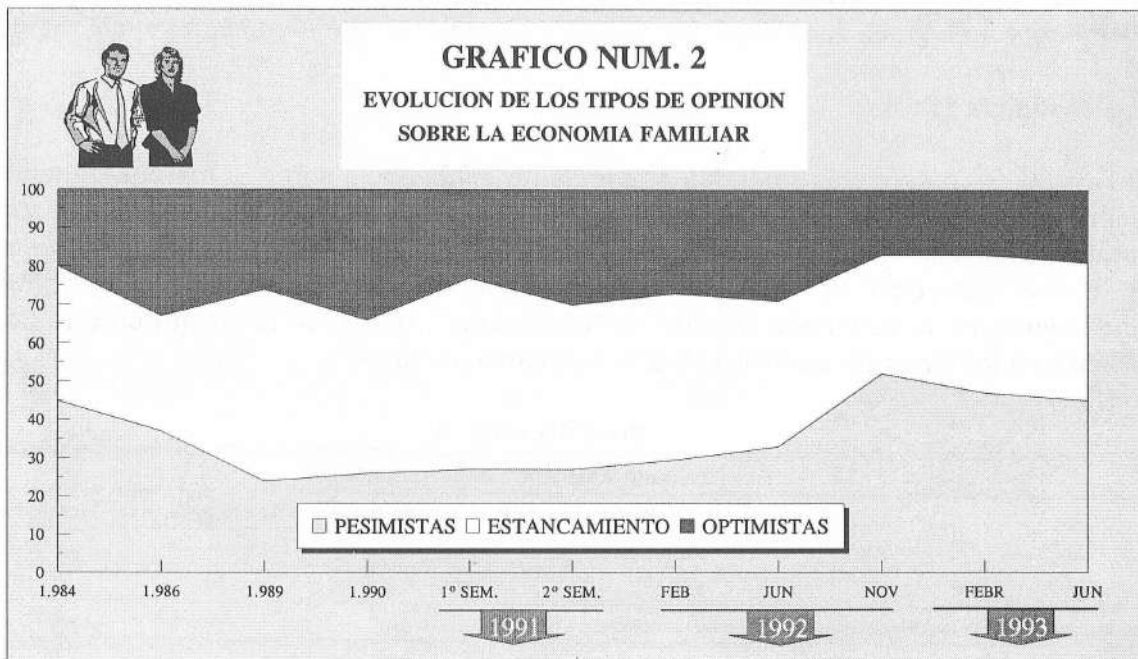


GRAFICO NUM. 2
EVOLUCION DE LOS TIPOS DE OPINION
SOBRE LA ECONOMIA FAMILIAR



Los optimistas. El tamaño de este tipo de opiniones positivas sobre la evolución de la situación familiar, es de un 19% de la población en junio del 93. Este porcentaje se distribuye entre un 3% de optimistas netos, que creen que su economía familiar "ha mejorado durante los últimos doce meses y continuará haciéndolo durante los próximos meses"; un 4% que ha percibido una mejora en los últimos meses que espera no perder en el futuro. Un 6% que cree que su economía no ha tenido cambios de importancia en los últimos meses pero mejorará en los próximos. Por último, otro 6% manifiesta una valoración ambiguo: su experiencia reciente es negativa, aunque prevé una mejora en el futuro.

"Los estancados". Los individuos de este grupo creen que su situación económica apenas ha variado en los últimos meses y esperan que tampoco cambie en los próximos. En este grupo se encuentra el 36% de la población.

Los pesimistas. Es el tipo de opiniones más extendido, incluye un 45% de la población. Los pesimistas netos que creen que "su economía ha empeorado y empeorará más en los próximos meses" con un 20%, es el grupo mayor. Le sigue el grupo que cree que el empeoramiento de su situación económica se ha producido en los meses últimos, y no espera mejora en el futuro inmediato, con un 13%. Otro 11% es el tamaño del grupo que cree que su economía no ha cambiado, pero teme una pérdida futura en su situación. Por último, se repite con un escaso 1% un grupo ambiguo que valora favorablemente la evolución de su economía en los meses últimos pero no se mantendrá, al contrario, empeorará en los próximos meses.

Los cambios respecto al sondeo de febrero son pequeños, aunque positivos. Los pesimistas pierden dos puntos en favor de los optimistas.

GRUPOS EXTREMOS	JUNIO 93	FEBR. 93	NOV. 92	JUNIO 92
Su situación económica familiar ha empeorado en los últimos meses y empeorará más en los próximos.	20	25	23	15
Su situación económica familiar ha mejorado en los últimos meses y mejorará más en los próximos.	3	4	4	9

Las diferencias entre las parejas de porcentajes de pesimistas netos y optimistas netos son muy grandes y apoyan la opinión de que el desánimo económico se ha extendido por amplios sectores de la población. En un año, junio a junio, la diferencia entre uno y otro tipo de opinión ha aumentado once puntos, aunque los resultados de febrero fueron peores que los de junio de 1993.

La falta de optimismo en relación a la economía familiar no difiere de la evaluación de la economía nacional. Desde el segundo semestre de 1992, los porcentajes de optimistas netos son muy bajos.

Los porcentajes de pesimistas netos sobre la evolución de la economía nacional son aproximadamente el doble de los que resultan en la evaluación de la situación económica familiar. En relación a su economía personal, un importante sector considera que la coyuntura económica influye poco sobre sus ingresos. Las familias sitúan al paro en el primer puesto de los problemas económicos y una parte importante de la población se considera a salvo de la pérdida de empleo y no tiene familiares próximos en paro. Para este segmento de población, lo efectos de la crisis

se contemplan con un cierto grado de alejamiento, aunque la contracción de su demanda expresa un importante grado de empeoramiento económico.

III. SENTIMIENTO ECONOMICO Y RENTA FAMILIAR.

En el cuadro núm. 6 se recogen los valores del ISC y de sus componentes según las respuestas de los consumidores distribuidos en tres grupos de ingresos: rentas bajas, 23% de la población, medias, 63% y altas, 14%.

CUADRO NUM. 6

INDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR Y RENTA FAMILIAR												
Componentes del I.S.C.	Año 1993						Año 1992					
	Junio			Febrero			Junio			I.C.E. ⁽¹⁾		
	Rentas			Rentas			Rentas			Junio 93/92		
	Baja	Media	Alta	Baja	Media	Alta	Baja	Media	Alta	Baja	Media	Alta
Situación Económica del País												
Presente/pasado	42	29	24	32	20	18	72	56	51	-263	-318	-360
Futuro/presente	63	67	62	49	45	48	80	68	66	-119	-7	-31
Situación Económica Familiar												
Presente/pasado	64	68	80	63	67	80	76	86	107	-85	-117	-144
Futuro/presente	77	84	90	68	75	93	82	99	113	-31	-82	-113
Momento de Compra	34	35	37	32	35	35	80	78	83	-403	-380	-383
Indice del sentimiento del consumidor												
(I.S.C.)	56	57	58	49	48	55	78	77	84	-164	-149	-183

⁽¹⁾ I.C.E.: Índice de cambio estructural.

La aproximación de los ISC correspondientes a los tres segmentos de población señalados se inició en noviembre del 92 y ha continuado en el último sondeo. En junio del 92, el ISC de los más ricos superaba en un 40% al de los más pobres. En febrero del 93, la diferencia entre el ISC de las familias de rentas altas con las de rentas bajas era de un 11% a favor de las primeras. Cuatro meses después, esa diferencia era sólo de un 3%.

Según se ha ido extendiendo la conciencia de vivir una crisis económica, todos los sectores de población muestran un parecido sentimiento económico.

Aunque la opinión pública se pronuncia sin fisuras sobre la valoración de la coyuntura económica, los segmentos de distinta capacidad económica llegan a ello por diferentes caminos.

Las familias de menores ingresos muestran una peor valoración de la reciente evolución de su situación económica, mientras percibe el deterioro de la economía nacional con menor dramatismo que el segmento de mayores ingresos.

Una mejor valoración de los más ricos respecto a su economía familiar que la de los más pobres en relación a la suya, por una parte, y una mayor aproximación de las opiniones de todos los segmentos de población sobre la economía nacional, ha sido una regla cumplida prácticamente sin excepción en todas las encuestas. En junio del 91, los dos subíndices, experiencia y expectativas, sobre la situación económica de rentas altas y bajas diferían en un 36% y un 20%,

respectivamente. Los mismos subíndices sobre la economía nacional eran prácticamente iguales en ambos segmentos y los valores de los ISC respectivos se aproximaban al valor 100. A la población española no le había alcanzado aún el temor a una crisis económica.

El índice de cambio estructural entre junio del 93 y junio del 92 señala diferencias producidas por la recesión económica en el sentimiento económico de los segmentos de rentas altas, medias y bajas. En los subíndices sobre economía nacional y situación familiar, los retrocesos más importantes corresponden a las familias de mayores ingresos y la caída de la valoración del momento de compra es prácticamente igual para todos.

Esta mayor sensibilidad de las rentas más altas a las variaciones de la coyuntura económica responde a un mayor contacto con los medios de comunicación que han dado cuenta puntual del deterioro de las magnitudes económicas. En buena parte del segmento de rentas bajas, su conocimiento de la crisis proviene de las consecuencias sobre sus amigos, familiares o ellos mismos que, en general, se perciben con cierto retraso.

IV. SENTIMIENTO ECONOMICO Y COMUNIDADES AUTONOMAS.

En el cuadro núm. 7 aparecen los valores del ISC y de sus componentes de junio del 93 y junio del 92, correspondientes a las seis Comunidades Autónomas de mayor población.

CUADRO NUM. 7

SENTIMIENTO ECONOMICO EN LAS COMUNIDADES AUTONOMAS												
Componentes del I.S.C.	Andalucía			Cataluña			Galicia			Madrid		
	Jun. 93	Jun. 92	I.C.E. (1)	Jun. 93	Jun. 92	I.C.E. (1)	Jun. 93	Jun. 92	I.C.E. (1)	Jun. 93	Jun. 92	I.C.E. (1)
Economía Nacional												
Presente/pasado	32	78	-418	27	69	-438	30	60	-333	22	64	-488
Futuro/presente	43	83	-318	59	73	-106	44	79	-285	46	76	-246
Economía Familiar												
Presente/pasado	69	89	-127	74	85	-69	76	82	-38	75	92	-102
Futuro/presente	69	101	-188	83	97	-78	79	92	-76	85	94	-50
Momento de Compra	44	88	-333	43	81	-306	55	93	-257	47	92	-323
Indice Sentimiento Consumidor ..	51	88	-266	57	81	-174	57	81	-174	55	84	-209

Componentes del I.S.C.	País Vasco			Valencia			Media Nacional		
	Jun. 93	Jun. 92	I.C.E. (1)	Jun. 93	Jun. 92	I.C.E. (1)	Jun. 93	Jun. 92	I.C.E. (1)
Economía Nacional									
Presente/pasado	13	48	-573	24	60	-429	29	58	-333
Futuro/presente	26	54	-350	52	77	-194	65	70	-37
Economía Familiar									
Presente/pasado	62	87	-168	69	81	-80	68	88	-129
Futuro/presente	66	91	-159	82	96	-79	84	99	-82
Momento de Compra	24	68	-483	28	73	-446	35	81	-397
Indice Sentimiento Consumidor ..	38	70	-296	51	77	-203	56	79	-170

(1) I.C.E.: Índice de cambio estructural.

En un año la pérdida de confianza en la economía nacional y familiar ha sido importante en todas las comunidades del cuadro núm. 7. Al comparar con la media nacional, se observa que el retroceso de las Comunidades Autónomas de mayor población ha sido superior; por tanto, las Comunidades de menor peso en la población española han tenido una caída menos importante. Las seis Comunidades estudiadas, además de mayor población, tienen las áreas urbanas más amplias y un mayor grado de industrialización que el resto, por lo cual es posible inferir que los problemas económicos han afectado relativamente más a zonas con una estructura económica más desarrollada. La crisis industrial es un componente importante de la recesión actual y se refleja en el retroceso de la confianza en Comunidades como el País Vasco.

En junio de 1993, el País Vasco aparece en el último puesto en todos los factores que integran el sentimiento económico. Este resultado se repite desde el inicio de la crisis.

El esquema núm. 1 ordena de mejor a peor las seis Comunidades en cada uno de los aspectos de su sentimiento económico y en su pérdida de confianza respecto a junio del 92. Las Comunidades en la zona sombreada del esquema tienen unos valores de los subíndices correspondientes inferiores a la media nacional. En esta relación, el País Vasco destaca por su pesimista apreciación en todas las dimensiones. Andalucía ocupa el siguiente puesto en pesimismo; con una excepción: Los andaluces han percibido una evolución de la economía nacional relativamente mejor que las restantes Comunidades analizadas durante el último año. Galicia y Cataluña son las Comunidades con un sentimiento relativamente mejor.

ESQUEMA NUM. 1

ISC Y COMUNIDADES AUTONOMAS						
Economía nacional		Economía familiar		Momento de compra	Ind. sentim. consumidor	Pérdida de confianza
Experiencia	Expectativas	Experiencia	Expectativas			
Andalucía	Cataluña	Galicia	Madrid	Galicia	Cataluña	Cataluña
Galicia	Valencia	Madrid	Cataluña	Madrid	Galicia	Galicia
Cataluña	Madrid	Cataluña	Valencia	Cataluña	Madrid	Valencia
Valencia	Galicia	Valencia	Galicia	Andalucía	Valencia	Madrid
Madrid	Andalucía	Andalucía	Andalucía	Valencia	Andalucía	Andalucía
País Vasco	País Vasco	País Vasco	País Vasco	País Vasco	País Vasco	País Vasco

V. EVOLUCION DEL ISC: 1977-1993.

Los gráficos núm. 3 a 6 muestran la evolución del ISC y de sus componentes desde el año 1977 a junio de 1993. Las curvas de los gráficos constituyen el perfil del sentimiento económico de los consumidores españoles durante los últimos 16 años.

Los datos más destacados del último sondeo son:

- 1º El índice logra una pequeña recuperación, después de un retroceso prolongado durante dos años.
- 2º El valor del índice, sigue siendo muy bajo, 56, y hay que retroceder a los años 80 y 81 para encontrar valores parecidos.

3º La recuperación de las expectativas sobre la economía nacional constituyen el factor más influyente en la mejora del ISC respecto a los dos anteriores sondeos.

La coincidencia del sondeo de junio del 93 con las elecciones legislativas y la mejora de las expectativas, lleva a sospechar que existe una relación entre las nuevas posibilidades políticas que se ofrecen al ciudadano mediante su voto y la evaluación del futuro económico. En los gráficos 3 a 6, puede observarse el sentimiento económico de los españoles en las seis elecciones legislativas de la Democracia: junio 1977, marzo 1979, octubre 1982, junio 1986, octubre 1989 y junio 1993.

En 1977, las elecciones acompañan a un aumento del índice respecto al anterior sondeo que se apoya en la mejora de las previsiones sobre economía nacional y familiar. El avance del ISC no se prolonga, las expectativas caen y lo mismo sucede con el índice global. Las elecciones de marzo del 79, coinciden con una fase de caída del sentimiento económico de los españoles. Los problemas generales se contemplan de forma muy negativa y puede observarse entre 1979 y 1982 una amplia divergencia de la valoración de la economía nacional respecto a la valoración de la situación económica familiar. La indiciación de las rentas salariales, frecuentemente por encima del IPC y el retraso en emprender la reconversión con pérdida de empleo, de los sectores productivos con problemas planteó esa doble y profundamente diferenciada evaluación de la economía. El ciudadano veía problemas derivados de la inflación y el paro en el país; pero mantenía su capacidad económica en la mayoría de los casos.

La fase de retroceso del ISC a partir de 1979, se corresponde con el debilitamiento político de los gobiernos de UCD. Desde octubre de 1982, coincidiendo con las elecciones legislativas, la tendencia del ISC cambia favorablemente, las expectativas generales aumentan con rapidez y en menor grado lo hacen las previsiones particulares. La evaluación del funcionamiento de la economía nacional mejora notablemente y el ISC experimenta un aumento de 36 puntos, un 63% de su valor en junio del 82, en las primeras legislativas del PSOE. En junio del 86, las elecciones de ese año coinciden con un sentimiento económico optimista, incluso las evaluaciones sobre la economía nacional superan ligeramente las manifestadas sobre la economía familiar. Entre junio del 86 y octubre del 89, el ISC varía poco. Los españoles muestran un grado de optimismo importante que coincide con los datos de los diversos indicadores económicos. Sentimiento y coyuntura económica coinciden.

Desde finales del año 1991 a junio de 1993, el sentimiento económico de los españoles medido por el ISC, cambia radicalmente. La acelerada caída de los valores del índice y de sus componentes es mucho mayor que en 1979. Vuelve a surgir la divergencia entre la valoración de la economía nacional y personal. Los consumidores muestran una peor valoración de la primera; pero el retroceso no exceptúa a ninguno de los componentes. El subíndice sobre valoración del momento de comprar bienes duraderos experimenta una caída importante, la más grave de toda la serie y refleja una de las características de la crisis actual: la reducción de la demanda interna.

Las elecciones legislativas de junio del 93, se realizan en un marco caracterizado por una profunda pérdida de confianza en la evolución de la economía; pero los resultados obtenidos en el sondeo muestran que el sentimiento económico de los españoles no ha roto el modelo de comportamiento seguido en la mayoría de las elecciones legislativas: las expectativas mejoran significativamente e impulsan favorablemente al ISC. Sin embargo, las últimas elecciones no han producido una mejor actitud para comprar bienes, ni han mejorado la percepción de la situación económica familiar en los últimos meses.

GRAFICO NUM. 3
INDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR
 (1977-1992)

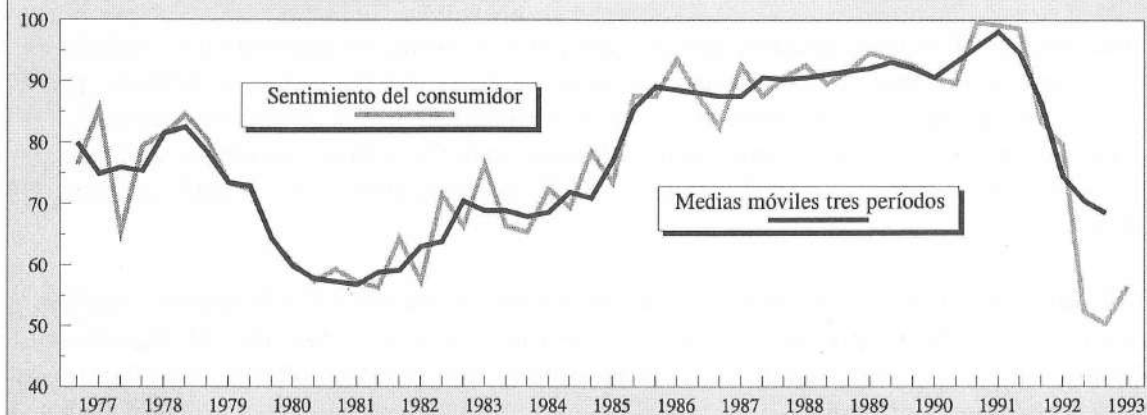


GRAFICO NUM. 4
EXPERIENCIA RECIENTE
 (1977-1992)

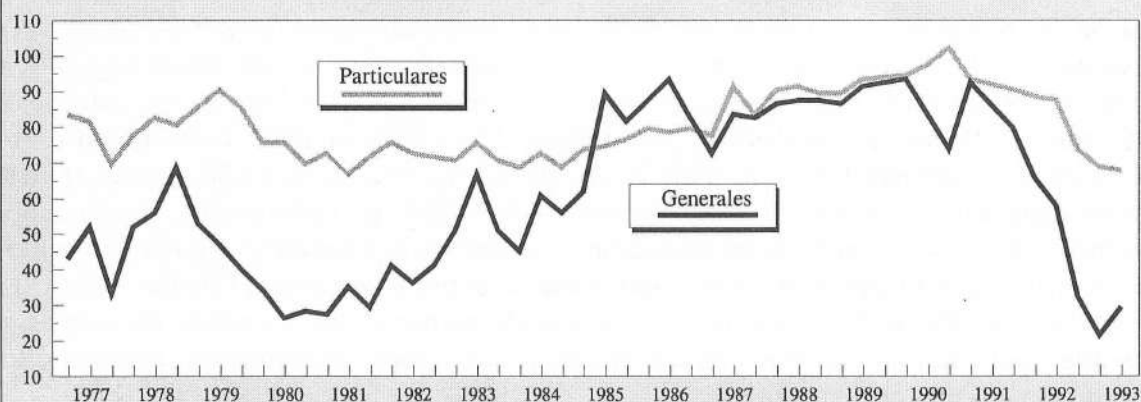


GRAFICO NUM. 5
EVOLUCION DE LAS EXPECTATIVAS
 (1977-1992)

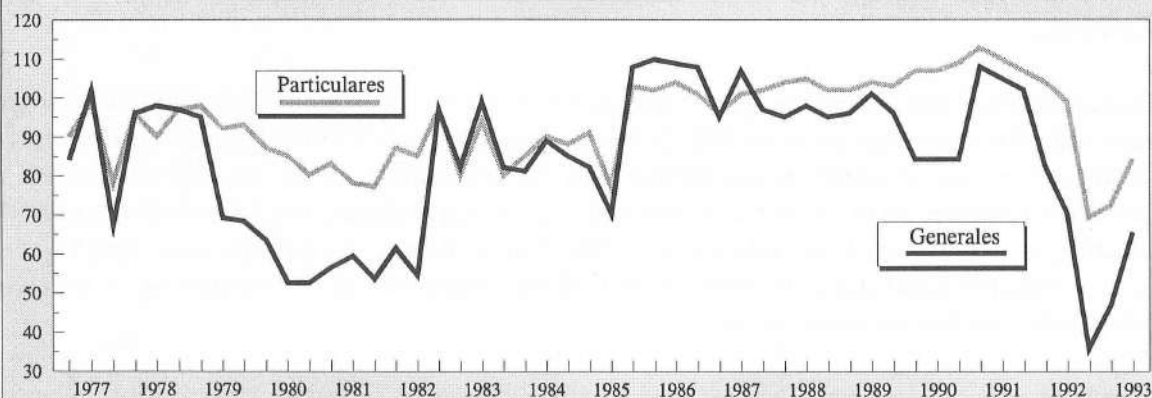


GRAFICO NUM. 6

MOMENTO DE COMPRA

(1977-1992)

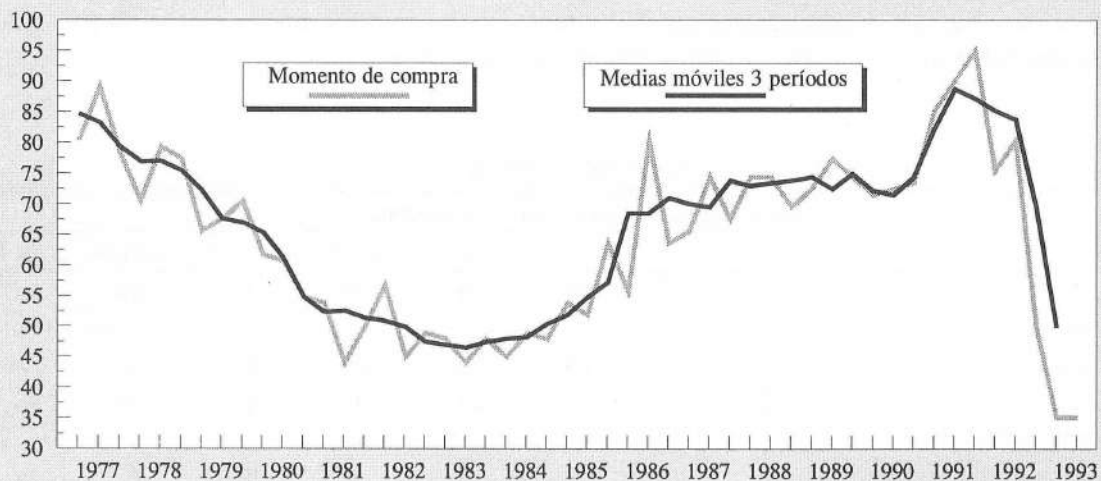
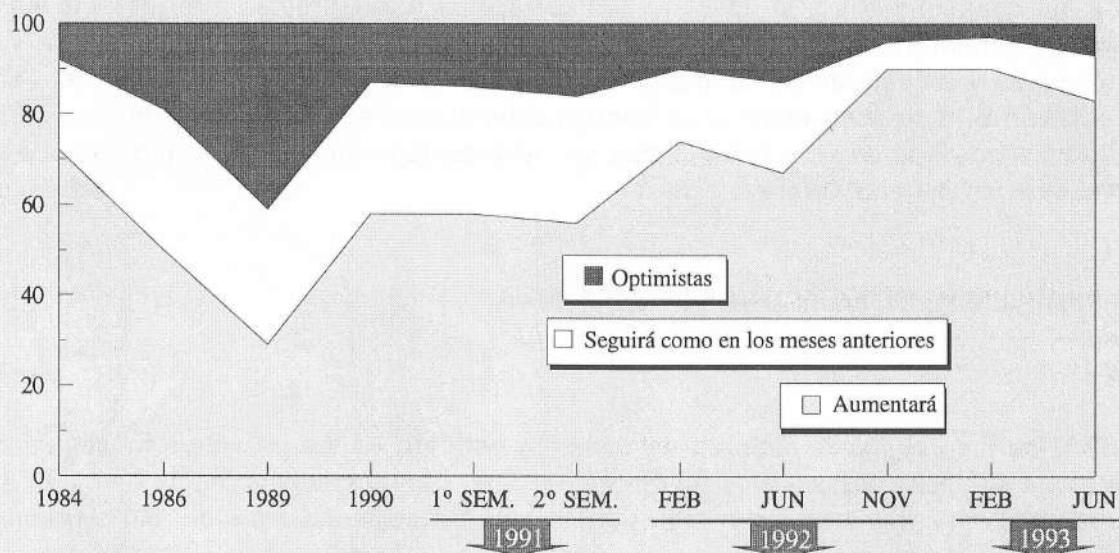


GRAFICO NUM. 7

EL PARO, PRIMER PROBLEMA DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA



Los valores de los índices del cuadro núm. 8, manifiestan el sentimiento económico de los consumidores en los mismos meses de junio, en fechas próximas a las vacaciones de verano, y en cuatro momentos muy diferentes de la coyuntura económica. Los valores del año 1982, muestran el pesimismo previo a las elecciones de octubre de aquel año. Los del año 1991, expresan el optimismo de aquel año que marca la frontera entre la confianza popular por la marcha de la economía y la pérdida rápida de la misma que conduce a los valores de junio del 92. Entre junio del 92 y junio del 93 se consolida el pesimismo general.

CUADRO NUM. 8

VACACIONES Y SENTIMIENTO ECONOMICO						
	Junio 93	Junio 92	Junio 91	Junio 90	Junio 89	Junio 82
I.S.C.	56	79	98	90	94	58
EXPECTATIVAS						
Generales	65	70	105	84	101	53
Familiares	84	99	110	107	104	85
EXPERIENCIA RECIENTE						
Generales	29	58	87	84	92	34
Familiares	68	88	93	98	94	73
MOMENTO DE COMPRA	35	81	91	73	78	45

Al comparar los valores de junio del 82 con los de junio del 93, se observa una diferencia importante, aunque ambos ISC coinciden. La valoración del momento de compra es significativamente peor en el año 93. La caída de la demanda interna es una característica de la crisis actual. Una mayor confianza en el futuro de la economía nacional se produce en el 93, al mismo tiempo que la experiencia reciente es peor.

Al comparar los valores de junio del 93, con los de los dos años anteriores aparece con claridad la profunda caída de la confianza económica de los españoles. Preocupadas vacaciones esperan a los consumidores y si adecúan sus conductas a sus propias interpretaciones de la coyuntura económica no serán muy alegres. El consumidor español descubrió la crisis en el anterior ejercicio y su valoración del momento de compra retrocedió un 11%. En este año, la pérdida es de un 57%, que se añade al porcentaje anterior para señalar la caída de este subíndice desde el comienzo de la crisis. Las segundas vacaciones de la crisis parece que van a ser más restrictivas que las del año anterior.

VI. LOS PROBLEMAS DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA.

1. Paro.

Un 83% de los españoles esperan un aumento del paro en los próximos meses. Un 10% manifiesta que el número de parados no tendrá cambios significativos y un 7% cree que el paro se reducirá un poco. Estas pesimistas previsiones sobre un problema, considerado el primero por la mayoría de la población por sus consecuencias sociales y por el número de familias afectadas, ofrecen algunas características importantes:

- 1º El pesimismo frente a la falta de empleo ha avanzado a partir de la toma de conciencia de la crisis económica. Crisis y paro aparecen emparejados para la opinión pública. Desde el último año, sondeo de junio 92, el porcentaje de pesimistas ha aumentado 14 puntos y la ligera reducción de siete puntos en relación al sondeo de febrero 93 está influida por el efecto estacional del tradicional aumento de la oferta de empleo ocasional en el mes de junio.
- 2º La sensibilidad de la opinión pública hacia las variaciones del empleo es notable. En el gráfico núm. 7, donde se recoge la evolución de los tres tipos de respuestas, se observa la rápida caída de las respuestas pesimistas entre 1984 y 1989. La expansión económica de esos años, redujo la tasa de paro y las encuestas recogieron con rapidez y exactitud esa mejora. El pesimismo de junio del 93 supera al que existía al comienzo de la recuperación del 84.
- 3º La coincidencia del diagnóstico en todos los sectores de la población. En los primeros sondeos de la serie, las familias de mayores ingresos eran relativamente menos pesimistas que las de bajos ingresos. La pérdida de empleo afectaba más a los trabajadores sin cualificación y entre los jóvenes, el nivel de educación influía en la obtención de un empleo. En junio del 93, el pesimismo ante la falta de empleo se reparte por igual según renta y nivel educativo. Las diferencias entre los grupos de población se reducen a los porcentajes de falta de respuesta que son superiores en los grupos de menos ingresos o menor nivel educativo.
- 4º En el cuadro núm. 9, se recogen las expectativas de paro, medidas por el Índice de Confianza Comunitario (I.C.C.) de las seis Comunidades Autónomas de mayor población en junio del 92 y junio del 93. El índice varía entre un 63 de Cataluña, la Comunidad relativamente más optimista respecto al paro y el 70 del País Vasco. Siete puntos de ICC separan a ambas Comunidades. En el año 92, el índice de Madrid tenía 21 puntos y 47 el del País Vasco. La diferencia entre las Comunidades más optimistas y más pesimistas se ha reducido de 26 a 7 puntos. Se ha producido una notable convergencia de las opiniones, simultánea a su empeoramiento.

CUADRO NUM. 9

EXPECTATIVAS DE PARO EN LAS COMUNIDADES AUTONOMAS			
EL PARO AUMENTARA			
	Año 1993	Año 1992	Cambio 1992/93
	Indice C.E.	Indice C.E. ⁽¹⁾	I.C.E.
	Junio	Junio	
España	58	37	221
Andalucía	64	42	208
Cataluña	63	29	370
Galicia	68	34	333
Madrid	69	21	533
País Vasco	70	47	197
Valencia	69	31	380

⁽¹⁾ Índice C.E.: Índice de confianza de los consumidores en la CE.

2. Inflación.

Los datos oficiales de coyuntura económica muestran una fuerte resistencia del IPC a bajar de una tasa de crecimiento interanual próxima al 5%, mientras que la inflación subyacente se mantiene estabilizada en torno al 6%. El debilitamiento de la demanda de consumo, las dificultades crecientes de las empresas para mantener sus ventas, no ha producido una rebaja sensible de los precios, salvo en el sector alimentario. El crecimiento interanual de los precios de los servicios, las sucesivas devaluaciones de la peseta frente al dólar y, por tanto, el encarecimiento de importaciones básicas como las de petróleo, el incremento de la presión fiscal indirecta y de los precios regulados, han reforzado las tendencias inflacionistas de la economía española en los últimos meses.

Sin embargo, la mayoría de la población española muestra una valoración optimista sobre el comportamiento de los precios. Un 53% de los consumidores cree que los precios han aumentado poco o han permanecido estables en los últimos meses y un 69% prevé un crecimiento de la tasa de inflación durante los próximos doce meses menor que la actual. En junio del 92 esos porcentajes eran de un 40% y 55%, respectivamente.

INFLACION Y RENTA FAMILIAR

(En %)

	Rentas bajas	Rentas intermed.	Rentas altas	Media nacional
Los precios han aumentado poco o han permanecido estables .	44	52	64	53
Los precios crecerán menos	67	68	78	69

CUADRO NUM. 10

OPINION DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LOS PRECIOS

	EXPERIENCIA								
	Año 1993			Año 1992		Año 1991	Año 1990		
	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero				
España	20	24	38	34	41	31	33		
Andalucía	28	28	34	39	40	34	38		
Cataluña	27	27	38	37	45	33	35		
Galicia	23	23	39	37	42	31	37		
Madrid	22	22	37	35	42	36	37		
País Vasco	20	20	32	35	28	36	38		
Valencia	4	9	38	27	31	24	34		

	EXPECTATIVAS								
	Año 1993			Año 1992		Año 1991	Año 1990		
	Junio	Febrero	Noviembre	Junio	Febrero				
España	4	10	33	24	28	20	28		
Andalucía	24	24	32	27	33	30	33		
Cataluña	4	5	31	22	30	19	31		
Galicia	17	16	34	22	31	23	27		
Madrid	16	17	35	21	31	30	29		
País Vasco	12	11	43	27	17	30	33		
Valencia	6	5	35	18	22	10	15		

Si ante el empleo coincidían todos los grupos en una evaluación pesimista de la situación, respecto a los precios aparece una relación clara entre optimismo e ingresos. El porcentaje de familias de rentas altas que ha percibido un mejor comportamiento de los precios durante los últimos meses supera en 20 puntos a las familias de ingresos más bajos. Respecto a las expectativas la diferencia es más pequeña, pero con el mismo signo.

En el cuadro núm. 10, aparecen las opiniones sobre inflación en las seis Comunidades Autónomas, medidas por el ICC entre 1990 y 1993. los dos índices, experiencia y expectativas de inflación, han mejorado de forma importante, después de un pequeño retroceso en el año 92. La Comunidad relativamente menos optimista es Andalucía; sus expectativas de inflación, índice 24, son notablemente superiores al índice medio nacional, 4. Valencia aparece como la Comunidad más optimista de este grupo. Las expectativas de Cataluña son también mejores que las del resto de España.

3. Consumo y ahorro.

Las previsiones de demanda de los consumidores españoles han evolucionado desfavorablemente durante el último año. En el cuadro núm. 11 aparecen las expectativas de compra expresadas en el índice C.C.E. y una distribución de los consumidores según su intención de compra cruzada por su clasificación en los grupos de optimistas, pesimistas o sin cambio, para los cuatro últimos sondeos.

El debilitamiento de la demanda en los próximos meses es la primera conclusión. En junio del 92, el índice -26, señalaba un predominio de los consumidores que esperaban gastar menos en los meses siguientes. Doce meses después el índice -51, indica que el pesimismo económico dominante ha reducido en prácticamente un 50% las previsiones de compra.

CUADRO NUM. 11

ECONOMIA FAMILIAR E INTENCION DE COMPRA								
Tipos de opinión sobre la economía familiar	Junio 1993				Febrero 1993			
	%	Intención de compra			%	Intención de compra		
		Más	Igual	Menos		Más	Igual	Menos
Optimistas	19	13	35	52	17	18	43	39
Estancamiento	36	6	44	50	36	6	53	41
Pesimistas	45	4	31	65	47	6	32	62
Indice ⁽¹⁾ general	100	-51			100	-42		

⁽¹⁾ Índice intención de compra: comprarán: Más (1) Igual (0) Menos (-1)

	Noviembre 1992				Junio 1992			
	%	Intención de compra			%	Intención de compra		
		Más	Igual	Menos		Más	Igual	Menos
Optimistas	17	19	45	36	30	28	39	32
Estancamiento	26	8	55	37	37	13	48	39
Pesimistas	57	7	34	59	33	10	34	56
Indice ⁽¹⁾ general	100	-40			100	-26		

⁽¹⁾ Índice intención de compra: comprarán: Más (1) Igual (0) Menos (-1)

El cuadro revela algunas notas interesantes. Aunque existe una clara relación entre una valoración pesimista de la situación económica familiar y peores previsiones de compra, las diferencias entre los optimistas y los pesimistas han disminuido desde junio del 92 a junio del 93. En el primer sondeo un 56% de los pesimistas y un 32% de los optimistas esperaban gastar menos dinero en el próximo año. En junio del 93, un 65% de los pesimistas y un 52% de los optimistas prevén una reducción de su demanda. En el último sondeo la mayoría de los tres grupos, optimistas, pesimistas y sin cambio, se inclinan por limitar su consumo. Parece interesante subrayar la respuesta de los optimistas. En este 19% de la población que considera favorable la evolución de su situación económica, la mayoría, 52%, cree que es conveniente reducir su consumo en los próximos meses.

El previsible debilitamiento de la demanda proviene:

- 1º Del aumento del grupo de pesimistas sobre su economía familiar, 33%, en junio del 92; 45% en junio del 93.
- 2º La generalización de la idea de que es conveniente reducir el consumo para defenderse de la crisis. El progresivo aumento del porcentaje de los dispuestos a consumir menos entre los optimistas avala esta conclusión.

Al retroceso del consumo de las familias, no le acompaña un aumento significativo de su ahorro. Según la encuesta de junio del 93, durante los últimos meses ha disminuido también el porcentaje de familias que manifiestan haber ahorrado. En febrero del 93, un 27% de los entrevistados decía que había ahorrado durante el año y ese porcentaje se reduce diez puntos en junio del 93. Al mismo tiempo, las previsiones de ahorro retroceden seis puntos, desde el anterior sondeo.

AHORRO Y RENTA FAMILIAR								
(en %)								
	Rentas Bajas		Rentas medias		Rentas altas		Media nacional	
	Junio	Febrero	Junio	Febrero	Junio	Febrero	Junio	Febrero
Ha ahorrado	3	14	18	25	40	49	17	27
Prevé ahorrar	17	23	31	35	37	50	28	34

La baja de los ahorradores se distribuye de forma bastante igual entre las familias. Sin embargo, la disminución de las expectativas de ahorro afectan relativamente más al segmento de mayores ingresos. Las diferencias entre posibilidades de ahorrar tienden a coincidir. Es ésta una característica de la opinión de los consumidores que aparece en todos los temas observados en las encuestas de 1992 y 1993. Parece como si de una forma u otra, todos los sectores van percibiendo los efectos de la crisis en su situación económica y la necesidad de adoptar cambios en sus comportamientos.

Del examen simultáneo de los resultados sobre consumo y ahorro se infiere que los españoles se sienten inmersos en un proceso de deterioro de su capacidad económica: su consumo y ahorro han disminuido y prevén menos probabilidades de comprar y de ahorrar. El debilitamiento de la demanda no parece que vaya a ir acompañado de un deseable aumento del ahorro familiar.

VII. EL EUROPESIMISMO.

Una lectura global del sondeo de junio del 92 manifiesta un sentimiento pesimista de los consumidores españoles: el paro aumenta, el consumo se reduce y no crece el ahorro familiar. La inflación es la única variable respecto a la que existe un general consenso sobre su contención en límites razonables. En síntesis, la confianza económica se encuentra en uno de los puntos más bajos desde 1977, a pesar de que el aumento de las expectativas sobre el país haya rebajado un poco este pesimismo respecto al anterior sondeo.

Los resultados españoles no expresan una situación excepcional o los datos de las encuestas realizadas en los demás países miembros de la CE son muy parecidos. El término "europesimismo" que encabeza este capítulo responde con exactitud al ambiente de los consumidores comunitarios que aparece cuantificado en el cuadro núm. 12. Los mismos cuestionarios e igual metodología a muestras representativas de los países miembros de la CE permiten relacionar los datos de España con los de los otros países comunitarios. Para simplificar las comparaciones, sólo figuran cuatro países: Alemania, Francia, Italia y Reino Unido, además de España y el valor medio comunitario. Los cinco países representan más del 88% de la economía (PIB) comunitaria.

El índice medio de confianza de la CE, ha perdido veinte puntos desde que aparecen las primeras señales de la crisis económica en 1990. España se coloca al frente de este desánimo. Además, parte de una situación relativamente mejor en el año 1989. El Reino Unido mantiene el mismo índice de confianza. El sentimiento de los ingleses no ha mejorado; ha empeorado el de los demás miembros. Entre los cinco grandes países comunitarios, Italia ofrece los peores resultados. Según la evaluación de los ciudadanos de cada país, Italia es el peor situado en la mayoría de los aspectos socioeconómicos estudiados y, en todos, sus índices son peores que los de la media comunitaria. Los españoles no aparecen tan deprimidos como los italianos, aunque en bastantes problemas, el pesimismo español sea superior a la media comunitaria. Otro rasgo interesante del proceso seguido por el sentimiento económico español en relación al de los grandes países comunitarios se encuentra en la favorable situación de España en 1989. Los consumidores españoles eran los más optimistas, ahora son los más pesimistas. Los italianos no eran optimistas en el 89 y el aumento de su desconfianza no ha sido un proceso tan rápido como el español. Los ingleses se sentían bastante pesimistas en el 89 y prácticamente no han cambiado. Sus expectativas sobre la economía del país mejoran en el período; pero los índices que marcan la valoración de la economía familiar no mejoran o, incluso, empeoran un poco: esperan más paro, consumir y ahorrar menos. El sentimiento económico en Alemania ha sufrido también un cambio radical e incluye unas expectativas pesimistas sobre el comportamiento de los precios. Los otros cuatro países o las han mejorado o prácticamente no han cambiado entre 1989 y 1993. El miedo alemán a un rebrote inflacionista es una característica de la población de este país. Como los datos de encuesta demuestran, no supone lo mismo un 5% de tasa de inflación para un alemán que para un español. Alemania que está acostumbrada a unas tasas muy bajas de inflación, responde con una rápida pérdida de confianza en su contención. Francia se sitúa en una posición relativa mejor o menos mala. Se diferencia básicamente de su vecina del Norte por la actitud de los consumidores franceses frente a los precios y por tener como referencia temporal el año 1989, valorado globalmente peor por los franceses que por los alemanes.

CUADRO NUM. 12

EL EUROPESIMISMO EN JUNIO DEL 93

	Peso económico		I.C.C.		Expectativas				Experiencia	
	%	Acumulado	1993	1989	General		Familiar		Generales	
					93	89	93	89	1993	1989
Alemania	27,3	27,3	-26	1	-35	-1	-11	1	-50	4
Francia	19,6	46,9	-22	-11	-16	-13	-1	1	-50	-26
Italia	17,2	64,1	-36	-6	-39	-6	-15	2	-74	-18
Reino Unido	16,4	80,5	-18	-18	-15	-19	-8	-8	-52	-36
España	7,6	88,1	-33	1	-22	2	10	4	-51	-4
Media	-	100	-26	-6	-27	-7	-8	0	-54	-14

	Experiencia familiar		Expectativas de:							
	1993	1989	Paro		Inflación		Demanda		Ahorro	
			1993	1989	1993	1989	1993	1989	1993	1989
Alemania	-17	0	48	11	46	27	-26	-15	3	16
Francia	-9	-7	44	16	14	17	-	-	-23	-26
Italia	-21	-4	71	29	51	50	-20	-19	-26	-5
Reino Unido	-24	-17	46	4	33	51	-19	-13	-20	-12
España	-22	-3	58	7	4	22	-41	-20	-29	-30
Media	-17	-6	53	14	32	33	-17	-13	-14	-7

Comisión de las Comunidades Europeas, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, mayo 1993 y elaboración propia. Datos de España corresponden a la encuesta de junio 93.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

INDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR
(1977-1992)

	INDICE DEL SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR	EXPERIENCIA RECIENTE		EVOLUCION DE LAS EXPECTATIVAS		MOMENTO DE COMPRA
		GENERALES	PARTICULARES	GENERALES	PARTICULARES	
1977	76,0	43,0	84,0	84,0	90,0	81,0
	85,0	52,0	82,0	102,0	99,0	90,0
	65,0	33,0	70,0	67,0	78,0	79,0
1978	79,0	52,0	78,0	96,0	96,0	71,0
	81,0	56,0	83,0	98,0	90,0	80,0
	84,0	69,0	81,0	97,0	97,0	78,0
1979	80,0	58,0	86,0	95,0	98,0	66,0
	73,0	47,0	91,0	69,0	92,0	68,0
	72,0	40,0	86,0	68,0	93,0	71,0
1980	64,0	34,0	76,0	63,0	87,0	62,0
	60,0	26,0	76,0	52,0	85,0	61,0
	57,0	28,0	70,0	52,0	80,0	55,0
1981	59,0	27,0	73,0	56,0	83,0	54,0
	57,0	35,0	67,0	59,0	78,0	44,0
	56,0	29,0	72,0	53,0	77,0	50,0
1982	64,0	41,0	76,0	61,0	87,0	57,0
	57,0	36,0	73,0	54,0	85,0	45,0
	71,0	41,0	72,0	97,0	87,0	49,0
1983	66,0	51,0	71,0	82,0	80,0	48,0
	76,0	67,0	76,0	99,0	94,0	44,0
	66,0	51,0	71,0	82,0	80,0	48,0
1984	65,0	45,0	69,0	81,0	85,0	45,0
	72,0	61,0	73,0	89,0	90,0	49,0
	69,0	56,0	69,0	85,0	88,0	48,0
1985	73,0	62,0	74,0	82,0	91,0	54,0
	73,0	90,0	75,0	70,0	77,0	52,0
	87,0	82,0	77,0	108,0	103,0	64,0
1986	87,0	88,0	80,0	110,0	102,0	56,0
	93,0	94,0	79,0	109,0	104,0	81,0
	87,0	83,0	80,0	108,0	101,0	64,0
1987	82,0	73,0	78,0	95,0	96,0	66,0
	92,0	84,0	92,0	107,0	101,0	75,0
	87,0	83,0	84,0	97,0	102,0	68,0
1988	90,0	87,0	91,0	95,0	104,0	75,0
	92,0	88,0	92,0	98,0	105,0	75,0
	89,0	88,0	90,0	95,0	102,0	70,0
1989	91,0	67,0	90,0	96,0	102,0	73,0
	94,0	92,0	94,0	101,0	104,0	78,0
	93,0	93,0	94,5	96,0	103,0	75,0
1990	92,0	94,0	95,0	84,0	107,0	72,0
	90,0	84,0	98,0	84,0	107,0	73,0
	89,0	74,0	103,0	84,0	109,0	74,0
1991(*)	-99,0	93,0	94,0	108,0	113,0	86,0
	-98,5	86,5	92,5	105,0	110,0	91,0
	98,0	80,0	91,0	102,0	107,0	96,0
1992	83,0	66,0	89,0	82,0	104,0	76,0
	79,0	58,0	88,0	70,0	99,0	81,0
	52,0	32,0	74,0	35,0	69,0	50,0
1993	50,0	21,0	69,0	46,0	77,0	35,0
Junio	56,0	29,0	68,0	65,0	84,0	35,0

(*) En 1991 sólo se efectuaron dos tomas de opinión. El dato central del año es la media aritmética de las dos tomas realizadas.

LA EVOLUCION DE LOS PRECIOS DE LA TIERRA EN ESPAÑA

*Consuelo Varela
José M^a Sumpsi*

El Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, acaba de publicar la encuesta de precios de la tierra de 1992⁽¹⁾. Los resultados obtenidos confirman la tendencia a la baja iniciada en 1990.

En efecto, por tercer año consecutivo el precio medio nacional de las tierras agrícolas (tierras libres a la venta, cuyo fin es el de su explotación agraria), ha descendido en 1992. Sin embargo la novedad más destacada es que la tasa de disminución en este último año (-12,2%) ha sido sensiblemente superior a la de los dos años anteriores como puede comprobarse en el gráfico núm. 1 donde se recoge la evolución del índice general de precios de la tierra junto con el correspondiente al secano y el regadío para el conjunto nacional. En el cuadro núm. 1 se muestra la evolución en los últimos diez años de los índices de precios de la tierra por tipos de aprovechamiento. Asimismo en el cuadro núm. 2 se muestran los precios de la tierra en pesetas para el año 1992 por tipos de aprovechamiento y Comunidades Autónomas. España se ha incorporado de este modo con cierta fuerza, aunque con varios años de retraso, a la tendencia depresiva de los precios de la tierra observada en EE.UU. y en Europa.

Como es bien sabido, las fluctuaciones de los precios de la tierra están condicionadas por factores intrínsecos a la actividad agraria y por otros relacionados con la evolución de la actividad económica general. Entre los primeros, es sin duda la renta agraria el factor que mayor importancia ha tenido en la evolución de los precios de la tierra de modo que éstos han fluctuado siguiendo las tendencias de los programas de política agraria que en mayor o menor medida afectaban a las tierras de los agricultores. Así, las expectativas que se generaron en el sector agrario español como consecuencia de la entrada de España en la CE, cuando la PAC suponía entonces un alto nivel de proteccionismo, tuvo sus consecuencias en el mercado de la tierra que absorbió estas expectativas de mayor rentabilidad de la actividad agraria y mantuvo elevados los precios de la tierra en el período 1984-89. Fenómeno éste contrapuesto a lo que ya venía ocurriendo en el resto de Europa y en Estados Unidos desde mediados de los años 80 donde la reducción de los programas de sostenimiento de precios agrarios, la reducción de las subvenciones a los créditos al sector y la tendencia general a una mayor liberalización en los precios y mercados agrarios, había producido una disminución de los precios de la tierra quebrando espectacularmente la tendencia al alza que se había venido observando a lo largo de la década anterior.

No obstante, este retraso en la tendencia a la baja de los precios de la tierra producido en España sólo duró unos años y en la actualidad la disminución está siendo más drástica que en los demás países europeos para compensar precisamente este primer efecto ilusorio de incorporación

(1) *Boletín Mensual de Estadística*, Mayo 1993. Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. Secretaría General Técnica.

a los mercados europeos. Así pues, la reforma de la PAC no ha hecho más que consolidar en el mercado de tierras español la tendencia europea de disminución de los precios de la tierra, reforzada si cabe por la crítica situación de la economía española. En efecto, al deterioro de la rentabilidad agraria y al cambio de expectativas derivado de la mencionada reforma de la PAC hay que añadir una fuerte caída de la actividad económica general, del excedente empresarial, y en general de la liquidez del sistema. Todo ello ha provocado que la demanda de tierras, tanto la originada por razones meramente productivas como por motivos de índole especulativa, haya descendido bruscamente deprimiendo los precios.

CUADRO NUM. 1

ENCUESTA DE PRECIOS DE LA TIERRA 1992
EVOLUCION DE LOS INDICES NACIONALES
(Base: Año 1983 = 100)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
	ANALISIS CULTIVOS- APROVECHAMIENTOS									
Tipos de tierra										
Cultivos	100,0	108,5	121,3	134,9	154,5	172,2	181,5	176,5	167,1	143,7
- Tierras de labor	100,0	109,2	122,8	136,1	155,7	173,5	183,4	180,1	168,0	139,4
Secano	100,0	108,2	123,5	135,4	154,1	178,2	188,2	184,7	173,5	147,5
Regadío	100,0	110,7	121,7	137,1	158,1	166,0	175,9	172,3	159,4	126,7
- Cítricos	100,0	117,0	126,6	144,0	161,5	164,0	158,4	139,7	126,0	118,3
Naranja Regadío	100,0	121,3	137,4	162,3	191,9	192,7	181,7	157,1	138,1	130,5
Mandarino Regadío	100,0	117,7	121,5	139,6	151,6	161,1	158,3	138,7	123,1	120,3
Limonero Regadío	100,0	107,6	111,7	112,3	113,6	110,6	112,1	106,5	105,6	91,0
- Frutales	100,0	104,4	114,1	123,7	141,9	154,6	158,3	148,4	146,4	134,9
De hueso Secano	100,0	106,6	123,0	156,5	189,2	187,5	187,4	195,1	194,1	184,4
Regadío	100,0	107,5	122,6	138,1	153,8	158,1	170,1	151,1	158,5	128,5
De pepita Secano	100,0	120,8	128,4	138,5	143,5	137,2	151,7	132,5	139,9	137,6
Regadío	100,0	103,8	117,0	137,7	150,9	160,7	164,5	161,7	149,2	118,8
De fruto seco Secano	100,0	102,6	115,1	126,6	135,0	155,3	157,0	142,7	146,3	135,5
Regadío	100,0	97,0	97,8	101,2	96,7	100,6	100,4	94,9	92,6	86,6
Platanera Regadío	100,0	97,3	100,0	84,5	154,3	132,0	131,4	140,2	139,9	169,9
Viñedo mesa Secano	100,0	102,5	105,1	122,5	147,3	186,4	187,4	164,0	163,6	154,3
Regadío	100,0	103,1	106,3	105,0	113,1	119,7	127,2	126,2	117,3	113,3
Olivar mesa Secano	100,0	127,4	133,2	138,8	163,2	224,6	237,4	201,2	180,7	165,3
- Viñedo transf. Secano	100,0	103,9	113,4	124,9	141,9	159,2	175,9	166,5	171,6	158,7
- Olivar Almazara Secano	100,0	105,7	119,5	139,4	164,6	197,3	208,5	207,1	203,5	193,3
Aprovechamiento	100,0	112,9	122,9	143,9	153,2	177,5	199,1	193,3	183,1	179,7
- Prados naturales	100,0	109,0	123,2	143,4	148,1	158,2	166,3	162,4	154,2	151,9
Secano	100,0	110,0	123,2	146,4	150,3	159,7	167,4	164,3	155,2	153,0
Regadío	100,0	105,0	123,4	130,4	138,5	151,9	161,4	152,2	150,0	147,5
- Pastizales Secano	100,0	118,3	122,4	144,7	160,3	204,6	245,1	236,7	223,8	218,6
General	100,0	109,2	121,5	136,2	154,3	173,0	184,0	178,8	169,4	148,3

Una vez iniciada en 1989 en España la tendencia a la baja de los precios de la tierra se ha desencadenado un cierto proceso en espiral, ya que la consolidación de la mencionada tendencia está produciendo la devaluación del activo tierra, lo que a su vez disminuye el atractivo de la compra de tierras, reduce su demanda, y provoca nuevos descensos en los precios.

CUADRO NUM. 2

ENCUESTA DE PRECIOS DE LA TIERRA: PRECIOS DEL AÑO 1992
1.000 PTS/HA

Tipos de tierra		P. de				País					
		España	Galicia	Asturias	Cantabria	Vasco	Navarra	La Rioja	Aragón	Cataluña	Baleares
Cultivos											
- Tierras de labor											
	Secano ..	401	1.701			0	500	579	179	525	1.164
	Regadío ..	1.321	3.481			0	2.028	1.699	991	1.125	2.180
- Cítricos											
	Naranja Regadío ..	4.008	0			0			0	0	
	Mandarino Regadío ..	4.903	0			0			0	0	
	Limonero Regadío ..	2.927	0			0			0	0	
- Frutales											
	De hueso Secano ..	1.582	0			0			254	2.376	1.168
	Regadío ..	1.957	0			0		2.221	2.101	2.095	
	De pepita Secano ..	763	0			0			0	1.337	1.205
	Regadío ..	1.844	0			0		2.512	1.933	2.170	
	De fruto seco Secano ..	578	0			0			333	534	1.245
	Regadío ..	1.357	0			0			0	1.597	
	Platanera Regadío ..	11.177	0			0			0	0	
	Viñedo mesa Secano ..	958	0			0			0	0	
	Regadío ..	2.181	0			0			0	0	
	Olivar mesa Secano ..	817	0			0			0	0	
- Viñedo transf.	Secano ..	746	5.124			2.566	1.021	1.872	407	1.129	
- Olivar Almazara	Secano ..	801	0			0			0	594	
Aprovechamientos											
- Prados naturales											
	Secano ..	825	1.577	1.237	1.330	0	500		165	342	
	Regadío ..	1.446	2.297			0			0	0	
- Pastizales	Secano ..	161	868			0	281		69	49	
General	506	1.778	1.237	1.330	2.566	557	1.107	258	572	1.299

Tipos de Tierra		Castilla y		Castilla la			Extremadura	Andalucía	Canarias
		León	Madrid	Mancha	C. Valenciana	R. de Murcia			
Cultivos									
- Tierras de labor									
	Secano ..	282	360	276	242	250	213	609	0
	Regadío ..	774	1.310	799	2.087	1.650	822	2.074	0
- Cítricos									
	Naranja Regadío ..	0		0	4.205		0	2.860	0
	Mandarino Regadío ..	0		0	4.903		0	0	0
	Limonero Regadío ..	0		0	3.287	2.500	0	3.158	0
- Frutales									
	De hueso Secano ..	0		0	1.089		4.000	0	0
	Regadío ..	0		1.506	1.973	1.500	2.615	3.108	0
	De pepita Secano ..	0		0	510		0	0	0
	Regadío ..	2.133		872	1.006	1.225	1.437	0	0
	De fruto seco Secano ..	0		393	415	475	0	377	0
	Regadío ..	0		0	1.772	900	0	893	0
	Platanera Regadío ..	0		0	0		0	0	11.177
	Viñedo mesa Secano ..	0		0	1.298		605	541	0
	Regadío ..	0		0	2.164	2.000	0	2.301	0
	Olivar mesa Secano ..	0		0	0		551	1.020	0
- Viñedo transf.	Secano ..	398	583	623	515	400	712	956	0
- Olivar Almazara	Secano ..	0		534	0		361	956	0
Aprovechamientos									
- Prados naturales									
	Secano ..	398	863	106	0		397	0	0
	Regadío ..	687		0	0		0	0	0
- Pastizales	Secano ..	144	376	85	57	65	164	130	801
General	295	479	304	1.202	559	287	711	1.270

Sin embargo, el descenso del precio de la tierra no ha sido uniforme ni por tipos de aprovechamiento, ni por regiones, lo cual confirma la tesis de que la variable renta agraria (cuya evolución es distinta según cultivos y aprovechamientos) juega un destacado papel en la explicación de la evolución de los precios de la tierra. Así, puede observarse en general, como las tierras destinadas a cultivos o aprovechamientos con peores expectativas de rentabilidad son las que presentan una mayor reducción y viceversa, especialmente en aquellos aprovechamientos cuyas tierras se habían revalorizado mucho en el período 1986-90 ante las buenas expectativas generadas por la adhesión a la CE, expectativas que posteriormente se han visto truncadas.

Analizando el cuadro núm. 1 puede apreciarse cómo la bajada de precios de 1992 ha afectado sobre todo a las tierras de cultivo (-14%), mientras que el precio de las de prados y pastizales sólo ha disminuido un 1,6%. Por otro lado, es interesante señalar que la disminución de precios ha sido superior en las tierras de regadío (-16,8%), que en las de secano (-10,2%). Durante dicho año 1992, sólo experimenta aumento la platanera, mientras que disminuyen todos los demás tipos de cultivo o aprovechamiento, en un intervalo que va desde el -1,4% en el caso de los prados naturales, al -20,5% en las tierras de labor en regadío.

Si observamos la evolución de los precios de la tierra en el período 1989-92, (gráfico núm. 2), es decir, desde que se inició la tendencia a la baja, se aprecia que la disminución media ha sido aproximadamente del 20% en términos corrientes. La pérdida de valor del activo tierra es todavía mayor si se mide en términos reales, resultando entonces una disminución del 30% aproximadamente.

Las tierras con cultivos o aprovechamientos con serios problemas de rentabilidad y peores expectativas como las tierras de labor (cultivos herbáceos), cítricos y frutales de hueso o pepita, presentan una reducción en torno al 25%, es decir, por encima del descenso medio. En cambio, las tierras con viña u olivar, con mejores expectativas, presentan una reducción del 9,7 y 7,2% respectivamente, es decir, valores sensiblemente inferiores a la media (gráfico núm. 2).

Las tierras con aprovechamientos ganaderos (prados naturales y pastizales), también presentan descensos mucho más reducidos lo cual puede deberse, no tanto a las buenas expectativas de rentabilidad, como a la pésima estructura de las explotaciones ganaderas de la España húmeda, lo cual provoca un gran interés por aumentar el tamaño de la explotación, o bien a la posibilidad de destinar dichas tierras a usos no agrarios (caza, ocio y recreo, etc.). Así por ejemplo en el caso de los pastizales (tierras de escasa potencialidad agraria) se observa, en el período 1989-92, un incremento de sus precios del 6,8%, (gráfico núm. 2), lo cual debe interpretarse, en nuestra opinión, como una consecuencia del incremento de su demanda para usos no agrarios.

En los extremos opuestos se sitúan las tierras de plataneras con un incremento del 29,2% y las tierras de olivar para aceituna de mesa, con una reducción del 30,3% (gráfico núm. 2).

La diversidad en la evolución de los precios de la tierra en el período 1989-92 refleja tanto la especificidad de los cultivos como la distribución espacial (gráfico núm. 3). Así, la tendencia a la baja iniciada en 1989, ha afectado, especialmente, a las tierras de las CCAA de Aragón (-40%), La Rioja (-37,2%) Y Castilla y León (-33,5%). En dichas CCAA se han producido descensos muy superiores a los registrados en dicho período para el conjunto nacional (-20%).

GRAFICO NUM. 1
EVOLUCION DE LOS PRECIOS DE LAS TIERRAS AGRICOLA S
 Indices anuales nacionales. 1983 = 100

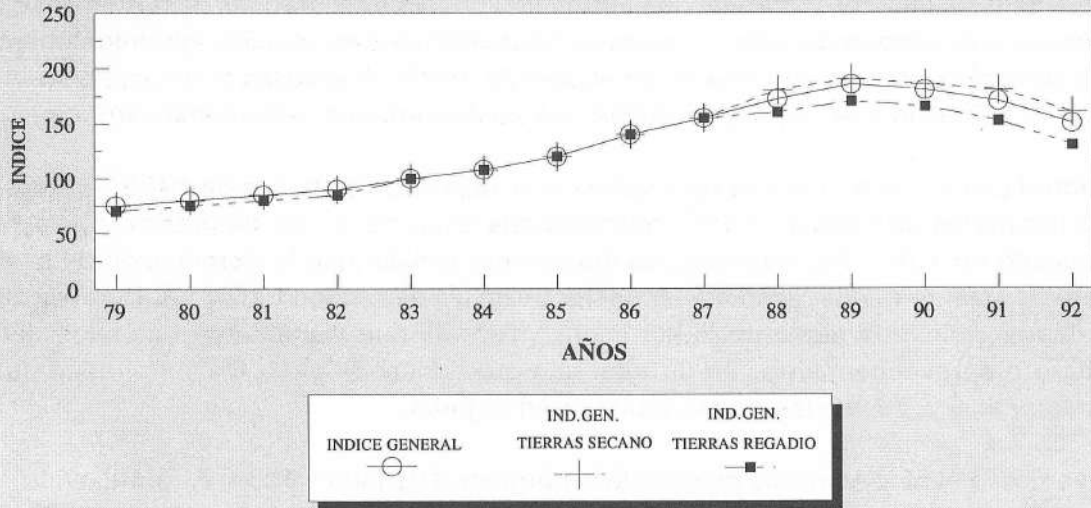
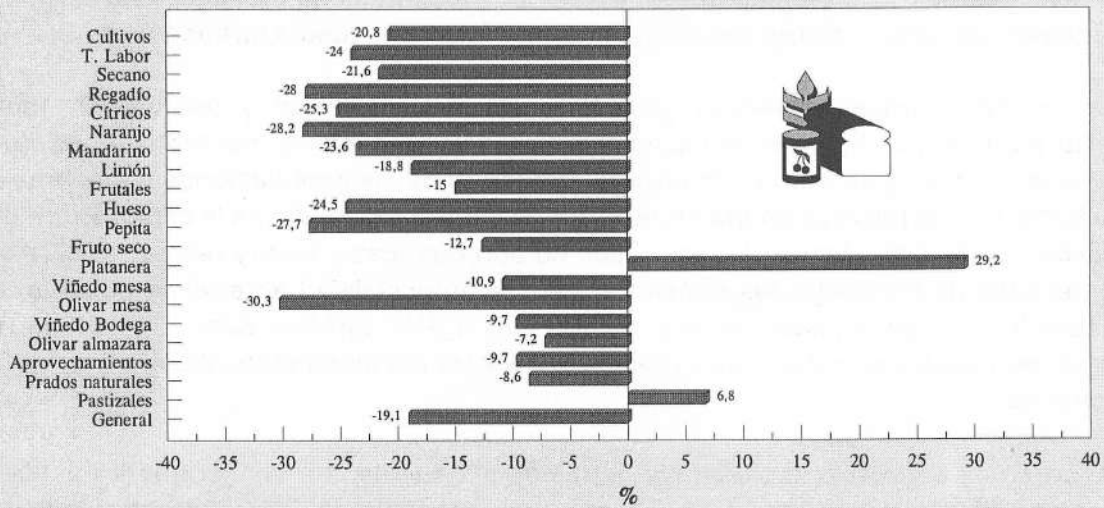


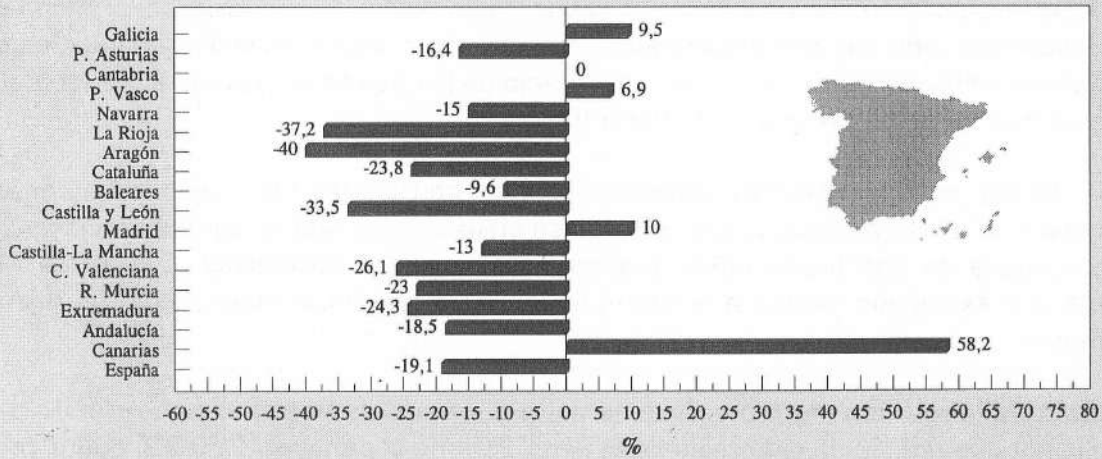
GRAFICO NUM. 2
VARIACION DE LOS PRECIOS DE LA TIERRA EN EL PERIODO 1989-92 POR TIPOS DE CULTIVO O APROVECHAMIENTO



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Encuesta del MAPA sobre precios de la tierra

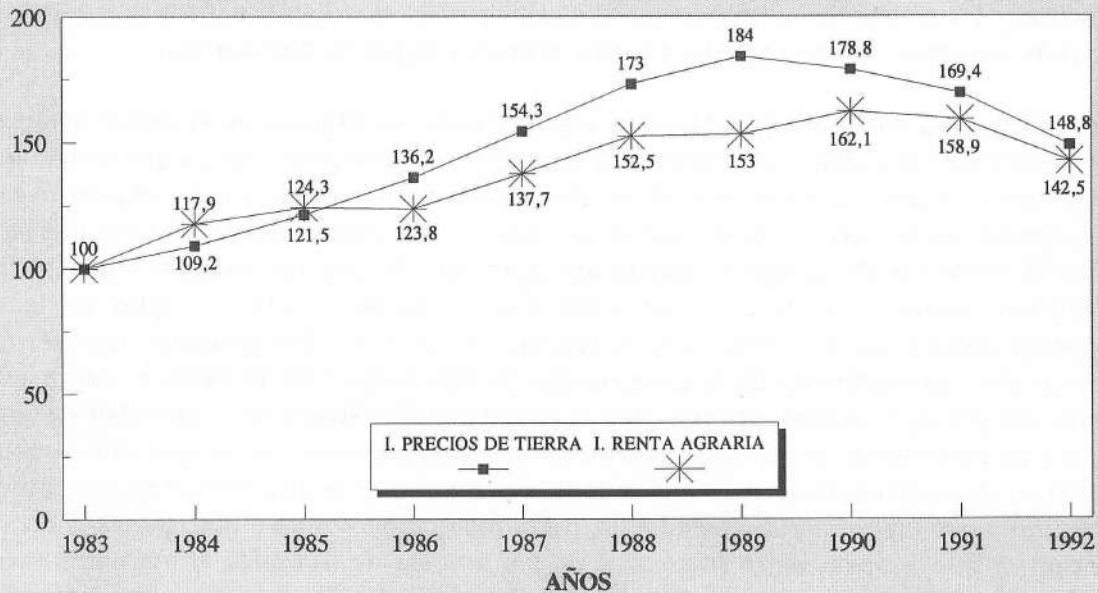
GRAFICO NUM. 3

VARIACION DE LOS PRECIOS DE LA TIERRA EN EL PERIODO 1989-92 POR COMUNIDADES AUTONOMAS



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la Encuesta del MAPA sobre precios de la tierra

GRAFICO NUM. 4



En un segundo nivel están las CCAA de Cataluña, C. Valenciana, Murcia y Extremadura, en las que los descensos de los precios de la tierra están en torno al 25%, es decir, ligeramente por encima de la media. En un tercer nivel, Andalucía se sitúa en valores cercanos a la media nacional. En un cuarto nivel las CCAA de Navarra (-15%), Castilla-La Mancha (-13%) y Baleares (-10%), están por debajo de los descensos medios y, por último y en un quinto nivel, se sitúan las CCAA de la España húmeda (Galicia, Cantabria, País Vasco), donde los precios de la tierra no sólo no descienden sino que aumentan ligeramente. Un caso atípico es el de Canarias, en donde, como consecuencia del fuerte incremento del precio de las tierras de platanera, se ha producido un fuerte aumento de los precios de la tierra (58.2%).

Estos niveles se corresponden aproximadamente con las grandes regiones agrarias y en algunos casos se relacionan con la gravedad de su crisis agraria. Así, la agricultura extensiva del interior, aquejada de una fuerte crisis, presenta los máximos descensos. Castilla-La Mancha constituye una excepción debido a la fuerte incidencia del viñedo, cuyo precio ha disminuido mucho menos.

En cuanto a la relación entre precio de la tierra y rentabilidad agraria, sigue siendo cierto, a pesar de la notable reducción del precio de la tierra durante el período 1989-92, que el precio es muy elevado con respecto a la rentabilidad. En efecto, los cálculos realizados en un reciente artículo con datos de 1991⁽²⁾, muestran que los valores de la tasa interna de rendimiento de la inversión en compra de tierras oscilan entre el 0,5% y el 2%, según tipos de aprovechamiento. Estos resultados sólo tenían en cuenta la rentabilidad de la tierra como factor de producción. Si además se considerasen las minusvalías del activo tierra, que se están produciendo desde 1989, la TIR todavía sería menor. Todo ello explica la escasa demanda de tierras que existe actualmente.

Como puede observarse en el gráfico núm. 4, durante los últimos años y especialmente en 1992, la evolución de los precios de la tierra se ha aproximado a la de la renta agraria, de modo que la relación entre ambas se ha hecho menos desfavorable. No obstante, para que esta relación fuera aún más ajustada, los precios de la tierra deberían seguir descendiendo.

Sin embargo, otra cuestión distinta es la valoración de los efectos de la disminución de los precios de la tierra. En principio, los efectos deberían considerarse positivos ya que la disminución de precios permitiría una mayor movilidad en el mercado de la tierra y por consiguiente debería facilitar el cambio estructural al aumentar el tamaño de las explotaciones. Efecto ciertamente positivo en el contexto de la actual agricultura europea, ya que las explotaciones de mayor tamaño podrían captar más eficientemente las economías de escala derivadas de la mayor extensificación productiva que propugna la reforma de la PAC. Sin embargo también deben señalarse los efectos negativos de la disminución de los precios de la tierra y, entre ellos, la devaluación del principal activo agrario, con la consiguiente pérdida de capacidad de garantía hipotecaria y de patrimonio de los agricultores. La primera impresión de lo que está sucediendo induce a pensar que el balance es claramente negativo. En efecto, el empobrecimiento patrimonial de los agricultores es un hecho incuestionable, mientras que el teórico efecto positivo no se está produciendo, ya que a pesar de la reducción de los precios de la tierra, el mercado está muy paralizado. Nadie compra tierra en estos momentos. Los agricultores por su incertidumbre y malas expectativas de rentabilidad. Los inversores por la devaluación del activo tierra.

(2) "La agricultura y la alimentación a finales del siglo XX", Lamo de Espinosa, J.; Sumpsi, José M^a y Tió, C.; *Papeles de Economía Española*, nº 50.

ECONOMIA INTERNACIONAL

LAS CARACTERISTICAS DE LA RECESION MUNDIAL

Juan PEREZ-CAMPANERO

La economía mundial continúa sumida en la fase recesiva del ciclo iniciada en distintos momentos a lo largo de los dos últimos años en los distintos países industrializados. En esta nota se examinan las principales características de la recesión en la que se encuentran inmersas la mayoría de las economías industrializadas, y se analizan las perspectivas de recuperación.

1. Pautas divergentes de crecimiento.

Una de las características más notables de la situación actual es la divergencia en los comportamientos de las principales economías industrializadas. Mientras que Estados Unidos viene mostrando débiles síntomas de mejoría, las economías japonesa y europea continúan adentrándose más profundamente en la recesión.

Esta es un aspecto nuevo del ciclo vigente, y que contrasta vivamente con los episodios cíclicos más recientes. Generalmente, las principales economías industrializadas tienden a moverse al unísono. Cuando medimos el estadio del ciclo mediante indicadores como el producto interior bruto en términos reales o los índices de producción industrial, se observa generalmente que los valles y las cumbres de los ciclos económicos se producen con un notable grado de sincronía entre las principales economías industrializadas, y que las oscilaciones cíclicas presentan un grado similar de amplitud.

Es normalmente la economía de Estados Unidos la que inicia las fases del ciclo, y es seguida con sólo unos pocos meses de diferencia por el resto de las economías industrializadas. Pero en el presente episodio cíclico, la economía americana se está moviendo en dirección exactamente opuesta a la del resto de las economías industrializadas.

Esto queda reflejado en los gráficos núm. 1, 2 y 3, que recogen el perfil cíclico de las recesiones de 1974-75, 1980-82 y 1990-93, respectivamente. En estos gráficos se presenta la evolución de los índices de producción industrial en el sector manufacturero (que captura con gran precisión la evolución del ciclo económico) separadamente para Estados Unidos y el resto de las economías industrializadas que integran la OCDE, en términos relativos respecto al nivel alcanzado durante la cumbre de cada ciclo (nivel de producción máximo).

Como puede verse en el gráfico núm. 1, la recesión de 1974-75 se caracterizó por ser notablemente intensa y desarrollarse en un breve lapso de tiempo. Todas las economías se movieron al unísono, al verse afectadas todas ellas por la subida de los precios del petróleo y aplicarse políticas económicas muy similares en todos los países.

La recesión de 1980-82 tuvo un carácter distinto, como se desprende del gráfico núm. 2. La fase recesiva tuvo mucha menor virulencia, pero se prolongó durante más tiempo. La coherencia

entre la evolución en Estados Unidos y en el resto del mundo se mantuvo. La recuperación se inició primero en Estados Unidos, y el impulso se trasladó luego al resto de países. La sobrevaloración del dólar en estos años sin duda ayudó a transmitir el estímulo de demanda proveniente de Estados Unidos.

Pero el comportamiento a lo largo del último ciclo revela una pauta sorprendente, como se desprende del gráfico núm. 3. Al tiempo que la economía de Estados Unidos parece consolidar un creciente grado de fortaleza, la actividad económica se deteriora notablemente en el resto de los áreas industrializadas. Este movimiento en dirección opuesta es una característica nueva del presente ciclo.

2. Una recuperación lenta.

Parece claro, además, que estamos en presencia de un ciclo económico con una lenta recuperación económica, y que por tanto el proceso de reactivación se prolongará mucho en el tiempo.

El examen de los gráficos núm. 4, 5 y 6, contruidos de forma similar a los anteriores, y que recogen el perfil de los tres últimos ciclos en las tres principales áreas económicas del mundo parece corroborar esta aseveración. El presente ciclo se asemeja mucho más, para cualquiera de las tres áreas consideradas, al episodio recesivo de 1980-82 y la recuperación subsiguiente, que al de 1974-75. De tal forma que, como en aquella ocasión, nos enfrentamos probablemente a una recuperación lenta y de pulso débil, y a una fase recesiva prolongada.

En el caso de Europa, en particular (gráfico núm. 6), la gravedad de la situación parece innegable. Estamos viviendo o hemos vivido en los últimos meses lo peor en cuanto a caídas de la producción industrial, pero la debilidad se trasmite a otros sectores y nos enfrentamos a un período prolongado de crecimiento económico débil y de aumento del desempleo.

3. ¿Dónde nos encontramos ahora?.

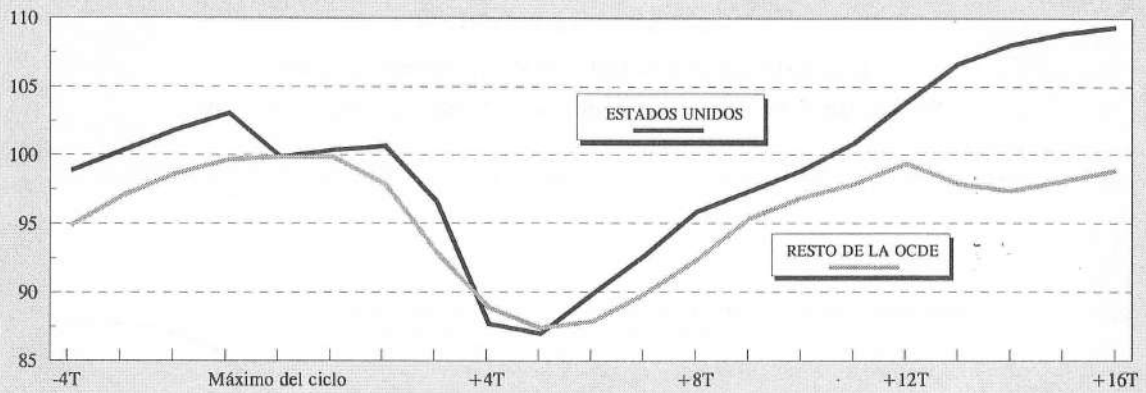
El cuadro núm. 1 (tomado del último número de "World Financial Markets" de J.P. Morgan) recoge la situación actual de las principales economías industrializadas en cuanto a su estadio en la evolución del ciclo. En él se presenta la caracterización de la fase cíclica, los últimos datos de crecimiento del PIB en términos reales, las estimaciones del crecimiento potencial del PIB, una medida de "output gap" que revela la distancia entre el crecimiento registrado y el potencial, y una caracterización de tono general de la política económica.

La caracterización cíclica se divide en cinco posibilidades, que nos indican la posición actual de cada economía, en función de las tasas de crecimiento previstas para este año en relación a las tendencias históricas:

- "Recesión", si el crecimiento del PIB es negativo.
- "Débil recuperación", si el crecimiento es menor que el potencial, pero mayor que el del año pasado.
- "Sólida recuperación" si el crecimiento es inferior al potencial y al del año anterior.

GRAFICO NUM. 1

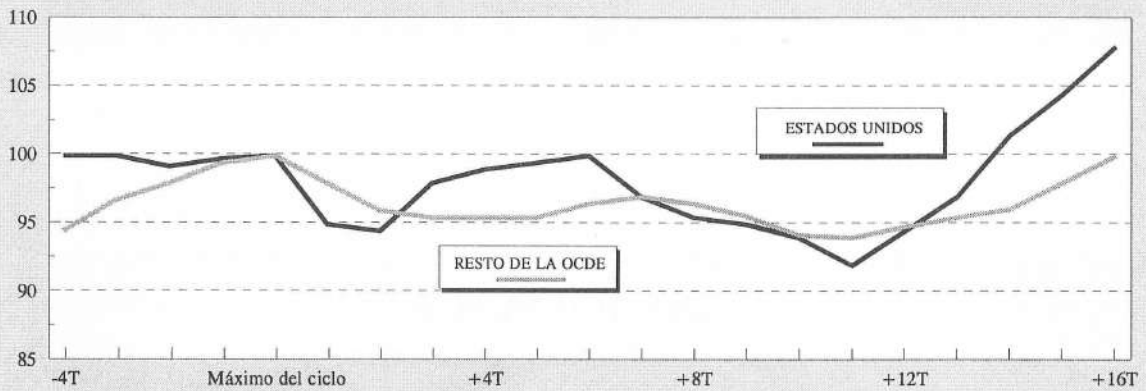
LA RECESION DE 1974-75
Indice máximo del ciclo = 100



Fuente: J.P. Morgan, "World Financial Markets", May/Jun 1993

GRAFICO NUM. 2

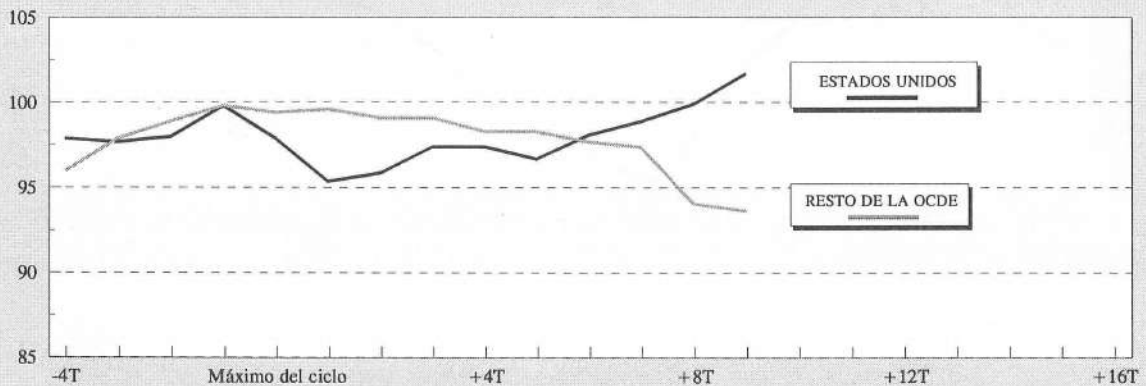
LA RECESION DE 1980/82
Indice máximo del ciclo = 100



Fuente: J.P. Morgan, "World Financial Markets", May/Jun 1993

GRAFICO NUM. 3

LA RECESION DE 1990-93
Indice máximo del ciclo = 100



Fuente: J.P. Morgan, "World Financial Markets", May/Jun 1993

GRAFICO NUM. 4

LOS CICLOS ECONOMICOS EN ESTADOS UNIDOS
Producción de la industria manufacturera. Índice máximo ciclo = 100

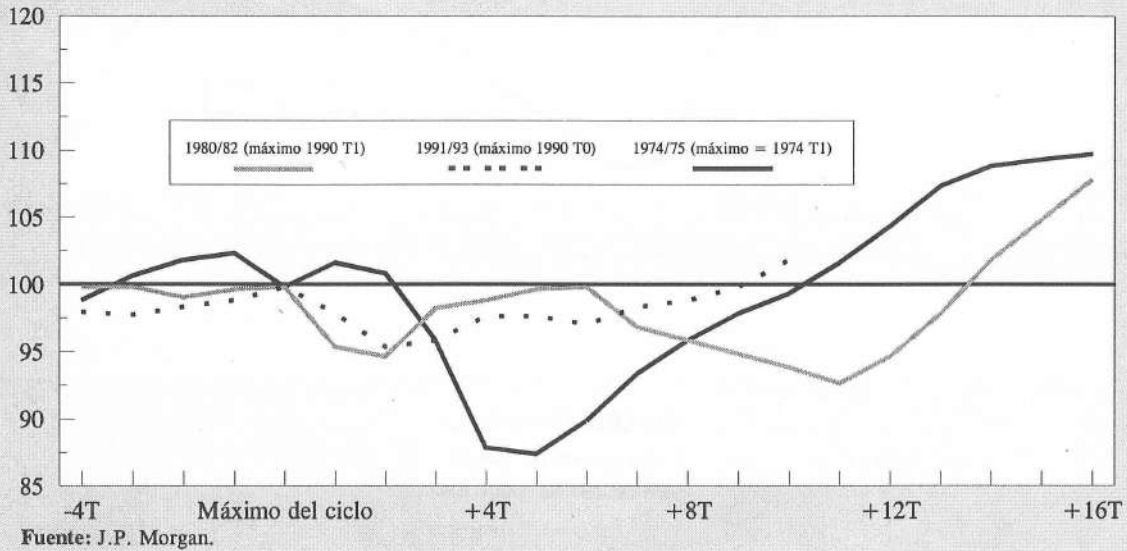
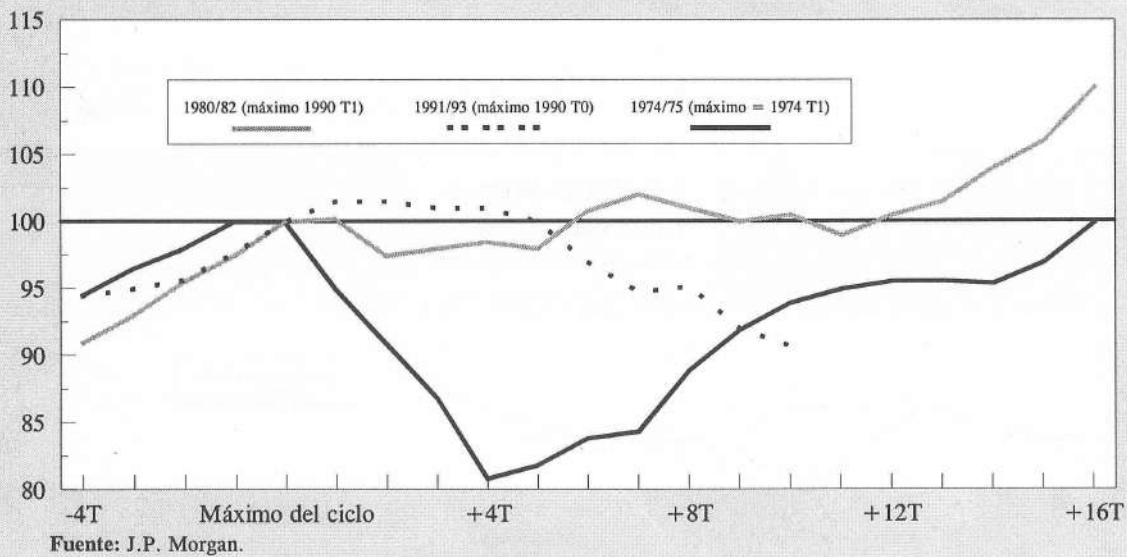


GRAFICO NUM. 5

LOS CICLOS ECONOMICOS EN JAPON
Producción de la industria manufacturera. Índice máximo ciclo = 100



- "Expansión madura", cuando el crecimiento es mayor que el potencial pero menor que el del año anterior.
- "Recesión de crecimiento", si la tasa de crecimiento es positiva, pero menor que la potencial y que la del año anterior.

La caracterización de la política económica denota su efecto expansivo (+), neutral (0) o contractivo (-) sobre el crecimiento:

- Para la política fiscal, según una medida de "impulso fiscal", esto es, eliminando los efectos de los estabilizadores automáticos sobre el presupuesto.
- Para la política monetaria, se considerará restrictiva o no según que los tipos de interés reales sean superiores o no a la tasa de crecimiento potencial de la economía.
- En cuanto a los tipos de cambio, si el tipo de cambio efectivo real se ha devaluado (revaluado) más de un 5% durante el último año, el efecto se considera expansivo (contractivo).

De los datos del cuadro se desprende que la fase cíclica de las distintas economías industrializadas difiere claramente:

- Estados Unidos se encuentra en un período de franca recuperación.
- Los restantes países anglosajones (Reino Unido, Canadá, Australia) pasan por un período de débil recuperación, con tasas de crecimiento aun por debajo del crecimiento potencial de sus economías.
- Japón se encuentra en una recesión de crecimiento, y está en una buena posición para entrar próximamente en una fase de recuperación, aunque la apreciación del yen limita este potencial en la actualidad.
- Europa continental y Escandinavia permanecen en franca recesión, sin perspectivas inmediatas de recuperación.

Las economías escandinavas y alemanas registran recientemente las caídas más fuertes del producto interior bruto. Incluso en las economías que experimentan una recuperación, el crecimiento continúa estando por debajo del potencial (excepto en Estados Unidos).

El tono general de las políticas económicas continúa siendo limitativo del crecimiento. Es particularmente notable que el tono de las políticas monetarias continúe siendo casi uniformemente restrictivo (sólo es expansivo en Estados Unidos, Japón y Suiza), en un momento en que la inflación se está reduciendo en todos los países.

4. ¿Cómo hemos llegado hasta aquí?.

En el caso de Estados Unidos, la recuperación parece haberse asentado en dos factores principales: una política monetaria claramente expansiva, y el éxito en los esfuerzos de reestructuración del sector privado.

GRAFICO NUM. 6

LOS CICLOS ECONOMICOS EN EUROPA

Producción de la industria manufacturera. Índice máximo ciclo = 100

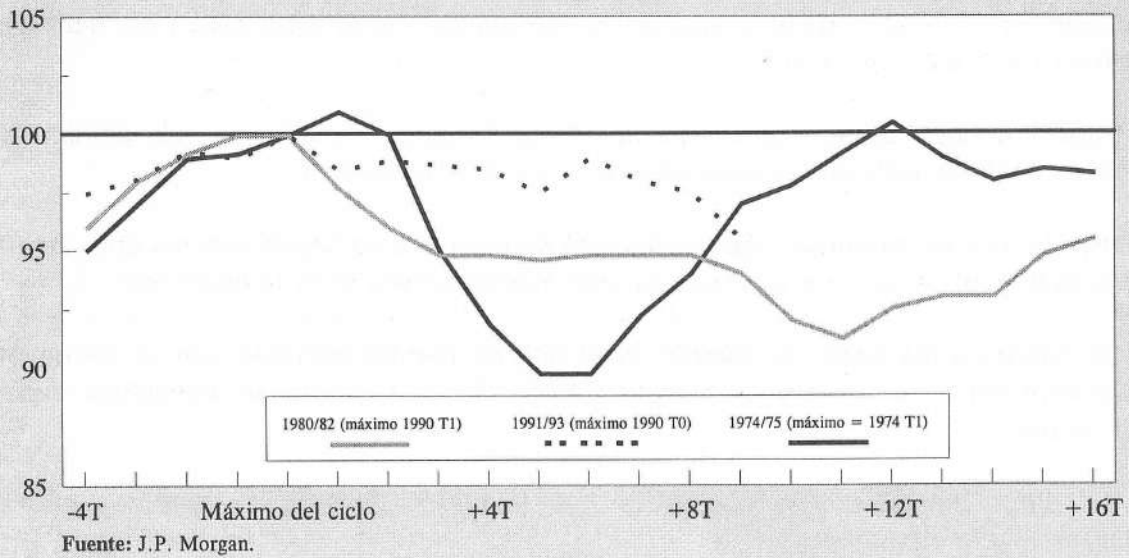
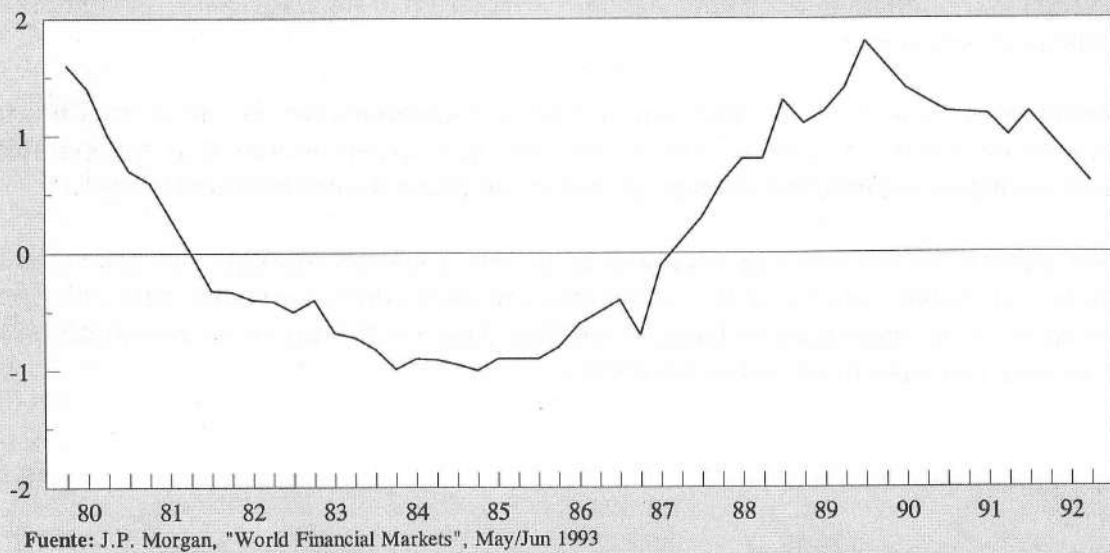


GRAFICO NUM. 7

INVERSION/PIB EN EUROPA

Puntos porcentuales de desviación respecto a la media histórica en los años 80



El tono expansivo de la política monetaria estadounidense en los últimos años es bien claro: los tipos de interés reales a corto plazo cayeron hasta cero, y el dólar se ha mantenido infravalorado. El resultado ha sido la expansión de los sectores más sensibles a los tipos de interés (por ejemplo, construcción de viviendas unifamiliares), el aumento de competitividad, y una mejora de la posición financiera de familias y empresas.

El segundo factor, igualmente importante, es la reestructuración del sector privado. Las reducciones de costes y la mejora de la productividad, han producido eventualmente una clara recuperación de los beneficios y un aumento de la inversión, que compensan las pérdidas de empleo iniciales.

En Japón, el tono de las políticas económicas es expansivo, aunque algo menos de lo que podría parecer a primera vista. Aunque los tipos de interés se han reducido notablemente, al haberlo hecho también la inflación, los tipos de interés reales no se han visto afectados en la misma cuantía. Y, por otro lado, el yen ha continuado apreciándose, con un efecto negativo sobre la demanda exterior. Es la política fiscal la que corre a cargo de la mayor parte del estímulo, pero los distintos paquetes fiscales aprobados no tendrán un efecto estimulante superior al 0,5% del PIB.

La recesión actual de Europa y sus negativas consecuencias sobre el aumento de la tasa de desempleo son principalmente atribuibles al tono restrictivo de la política económica y a los problemas estructurales de la economía europea.

En primer lugar, la política monetaria ha sido y continúa siendo excepcionalmente restrictiva. A pesar del avance de la recesión, los tipos de interés reales a corto plazo continúan estando en la mayoría de los países en torno al 4-5%. La situación es aún peor para los países del núcleo del SME, puesto que no sólo continúan sus monedas sobrevaloradas respecto al dólar, sino que además se enfrentan a las ganancias competitivas de los países europeos que han entrado en flotación (países escandinavos, Reino Unido, Italia) o devaluado sus monedas (España, Irlanda, Portugal).

La política fiscal se enfrenta en Europa a serias limitaciones, fruto en parte de los excesos anteriores. La aplicación de políticas pro-cíclicas durante la fase expansiva reciente ha conducido a una situación en que los países europeos han entrado en la recesión con niveles inusitadamente altos de endeudamiento y de déficit estructurales, y el efecto añadido de los estabilizadores automáticos (importante en una Europa caracterizada por lo extensivo de sus redes de protección social) están llevando a los déficit públicos a niveles no observados con anterioridad, y que impiden (más allá del voluntarismo de cumplir con los objetivos de Maastricht) la aplicación de políticas fiscales expansivas que mitiguen el impacto sobre la actividad y el empleo de la contracción económica.

Finalmente, la economía europea se encuentra afectada de serios problemas estructurales (nivel de deuda pública, rigidez de los mercados laborales, falta de competitividad) que hacen particularmente difícil sentar las bases de una recuperación sólida. A diferencia de Estados Unidos, el proceso de reestructuración no ha hecho más que comenzar, y añadirá nuevas fuentes de generación de desempleo en años venideros.

En este sentido, y al igual que sucede en Japón, la inversión ha experimentado en los últimos años un crecimiento extraordinario, sobre la base de expectativas injustificadas de mejoras de las ventas. Así, el ratio inversión/PIB se situaba en 1990 dos puntos porcentuales por

encima de la media de los años 80 (Gráfico núm. 7). La recesión ha sorprendido a las empresas europeas con un exceso de capacidad instalada, y lo único que cabe esperar en los próximos años son reducciones del gasto de inversión y, correlativamente, del empleo.

5. ¿Qué nos depara el futuro?.

El futuro inmediato parece bastante sombrío, como ya se ha apuntado anteriormente, y especialmente en Europa.

Los datos de los cuadros núm. 2 y 3 documentan este pesimismo en cuanto al crecimiento económico. Documentan, además, la reducción generalizada que cabe esperar se produzca en la inflación. En los cuadros se recopilan las últimas previsiones de las agencias internacionales (Fondo Monetario Internacional, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), de la Comisión de las Comunidades Europeas y de los analistas del sector privado, representados por las previsiones resultantes del consenso de mercado (mediana de las previsiones de distintos analistas privados).

Una de las características de las previsiones de la mayor parte de los analistas privados, los gobiernos, y las agencias internacionales, ha sido precisamente la rebaja sistemática en los últimos meses de las previsiones anteriores de inflación, a medida que se extendía la percepción de que, como se ha descrito más arriba, la recesión sería más prolongada y más profunda de lo que se había anticipado. Probablemente, no obstante, aún permanece en la mayor parte de las previsiones para Europa un excesivo optimismo. Las expectativas de una recuperación rápida o inminente tienen grandes probabilidades de verse defraudadas.

		TONO DE LAS POLITICAS					
CICLICA	CARACTERIZACION	CRECIMIENTO		OUTPUT		TIPO DE	
		DEL PIB en los últimos 6 meses (tasa anualizada)	CRECIMIENTO POTENCIAL	GAP %	FISCAL	MONETARIA	CAMBIO
Estados Unidos	Recuperación sostenida	2,7	2,5	0,0	-	+	0
Japón	Recesión de crecimiento	0,9	4,0	0,0	+	+	-
Alemania	Recesión	0,0	2,5	0,0	-	-	-
Francia	Recesión	0,0	2,8	0,0	0	-	0
Reino Unido	Recuperación débil	1,6	2,5	0,0	+	0	+
Italia	Recesión	0,0	2,8	0,0	-	-	+
Canadá	Recuperación débil	3,2	3,2	0,0	-	0	0
Australia	Recuperación débil	2,8	3,0	0,0	+	0	+
Bélgica	Recesión	0,8	2,1	0,0	-	-	0
Finlandia	Recesión	0,0	2,4	0,0	+	-	+
Dinamarca	Recesión	2,5	2,0	0,0	+	-	-
Holanda	Recesión	0,0	2,0	0,0	-	-	0
España	Recesión	0,0	3,5	0,0	-	-	+
Suecia	Recesión	0,0	2,0	0,0	+	-	+
Suiza	Recesión	0,0	2,2	0,0	0	-	-

CUADRO NUM. 1

PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA LA ECONOMIA MUNDIAL EN 1993 y 1994

	1993				1994			
	OCDE	FMI	Consenso		OCDE	FMI	Consenso	
			Comisión CE	mercado			Comisión CE	mercado
USA	2,6	3,2	2,5	2,6	3,1	3,2	2,5	3,1
Japón	1,0	1,3	0,8	1,1	3,3	3,5	2,0	2,8
Alemania	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,2	0,5	0,8
Francia	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	2,3	0,8	1,3
Italia	0,0	0,3	0,0	0,2	1,7	2,3	1,5	1,5
Reino Unido	1,8	1,4	1,5	1,6	2,9	3,1	2,5	2,6
Canadá	3,1	3,2	n.a.	3,0	4,5	3,2	n.a.	3,7
G-7	1,3	1,9	n.a.	1,4	2,8	3,0	n.a.	2,6
Bélgica		0,0	0,0	0,0		1,9	1,0	1,4
Dinamarca		1,1	0,0	0,6		2,3	2,5	2,0
Grecia		1,4	0,8	n.a.		1,8	1,5	n.a.
ESPAÑA		0,1	0,0	0,0		2,1	1,3	1,6
Irlanda		1,7	2,3	n.a.		2,4	5,5	n.a.
Luxemburgo		n.a.	1,0	n.a.		n.a.	2,0	n.a.
Holanda		0,5	0,0	0,0		1,8	1,0	1,5
Portugal		1,1	0,5	n.a.		2,0	1,5	n.a.
C.E.	0,0	0,1	0,0	0,0		2,2	1,3	1,5
Países industrializados	1,2	1,7	n.a.	1,3	2,7	2,9	n.a.	2,5
Países en desarrollo	n.a.	5,1	n.a.	n.a.	n.a.	5,1	n.a.	n.a.

Fuentes: OECD, IMF, Comisión de las Comunidades Europeas.

CUADRO NUM. 2

PREVISIONES DE INFLACION PARA LA ECONOMIA MUNDIAL EN 1993 y 1994

	1993				1994			
	OCDE	FMI	Comisión CE	Consenso mercado	OCDE	FMI	Comisi_N	Consenso mercado
USA	2,9	2,8	2,8	3,2	2,8	2,9	3,3	3,3
Japón	1,4	1,0	1,3	1,1	1,3	1,5	1,8	1,3
Alemania	3,8	3,8	4,5	4,0	2,8	2,1	3,3	3,2
Francia	2,4	2,0	2,5	2,5	2,0	2,0	2,5	2,5
Italia	5,7	5,7	5,3	4,7	5,1	5,2	5,0	4,8
Reino Unido	3,4	3,9	4,3	1,9	3,8	4,0	4,0	4,1
Canadá	2,3	2,3	n.a.	2,2	2,0	2,0	n.a.	2,2
G-7	2,9	2,8	n.a.	2,8	2,6	2,9	n.a.	3,0
Bélgica		2,6	2,8	2,6		2,7	2,8	2,6
Dinamarca		1,7	1,0	1,4		2,0	2,5	2,1
Grecia		13,3	13,8	n.a.		9,8	9,5	n.a.
ESPAÑA		4,5	5,0	4,7		3,6	5,0	4,6
Irlanda		3,2	3,5	n.a.		3,4	3,3	n.a.
Luxemburgo		n.a.	3,8	n.a.		n.a.	3,5	n.a.
Holanda		2,0	2,3	2,4		2,8	2,5	2,7
Portugal		6,9	6,8	n.a.		6,2	5,5	n.a.
C.E.	4,8	3,7	4,3	3,4		3,6	3,8	3,6
Países industrializados	3,3	3,0	n.a.	2,9	2,7	3,0	n.a.	3,0

Fuentes: OECD, IMF, Comisión de las Comunidades Europeas.

EL PARO, EL GRAN PROBLEMA DE HOY: DIAGNOSTICO Y REMEDIOS

Ricardo Cortes

Todo el mundo está de acuerdo: mucho más grave que la presente recesión, de la que se saldrá tarde o temprano, es el hecho de que desde principios de los años setenta el paro disminuye muy poco en las fases de recuperación, con lo que cada recesión empieza con una tasa de paro superior a la anterior. Como cada nueva recesión, inevitablemente, aumenta el paro, el resultado es una tendencia a largo plazo de aumento de éste, tendencia que está afectando a la economía europea desde hace más de 20 años, y que hasta ahora ha sido imposible de corregir a pesar de las frecuentes amonestaciones de los expertos que han diagnosticado el problema y han propuesto medidas para resolverlo.

Lo malo es que esas medidas, que con rara unanimidad proponen prácticamente todos los expertos, atacan los intereses creados de organizaciones tan poderosas como los sindicatos, suponen sacrificios para los que disfrutan de empleos seguros y pueden muy bien suponer una subida de la presión tributaria, en especial de los impuestos indirectos o/y de los déficit presupuestarios. En una palabra, son medidas impopulares, y por lo tanto difíciles de aceptar en un sistema democrático, medidas que sólo se toman cuando, después de años de dificultades, de ver cada vez más jóvenes que no encuentran trabajo y más personas en paro de larga duración, los electores se dan cuenta de que así no se puede seguir y acaban resignándose a que el gobierno tome medidas las impopulares necesarias para salir del pozo.

En suma, el problema teórico de cómo reducir el paro está más o menos resuelto. Lo difícil es convencer a la gente de que acepte las medidas que exige su solución.

Recientemente han aparecido varios informes muy valiosos que se ocupan del problema del paro: el documento de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, del 25 de Marzo 1993, "Structural features of the labor market in the Community"; el voluminoso y detallado, Informe sobre el Empleo de la Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Sociales) del 7 de Julio; el informe presentado por los ministros de finanzas en la reunión de jefes de Estado o de gobierno del G7 en Tokio, del 7 al 9 de Julio; el informe anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, del 14 de Junio; y por último las *Perspectivas Económicas* de la OCDE del 1 de Julio.

Todos ellos coinciden en lo esencial. Con base en ellos, trataremos de exponer la situación actual de las economías europeas (no merece la pena dedicar tiempo a las americana y Japonesa: en ellas el problema del paro no es tan acuciante) respecto a la creación de empleo (factor fundamental para reducir el paro) y al paro y las medidas propuestas para remediarlo. Los datos estadísticos proceden de Eurostat (Servicio Estadístico de la CE), a menos que se diga lo contrario.

SITUACION ACTUAL EN LA COMUNIDAD EUROPEA (CE) Y EN ESPAÑA.

Para entenderla es necesario referirse primero a la creación de empleo, un factor esencial de la evolución del paro, y luego al paro mismo.

Creación de empleo.

Evolución en el tiempo. En la CE, en el período 1971-80, el crecimiento de las retribuciones reales (descontada la inflación) de los trabajadores fue mayor que el de la productividad del trabajo, lo que necesariamente desincentivó la creación de empleo. En la década siguiente, la relación se invirtió: los salarios reales crecieron un punto porcentual menos que la productividad, con lo cual en el período 1983-90 se crearon alrededor de 9 millones de nuevos empleos, un progreso considerable; además, el paro, que había subido hasta un 10,8% en 1985, empezó a bajar hasta llegar a un 8,3% en 1990.

Es decir, a pesar de siete años de unas buenas perspectivas de crecimiento económico, de unos salarios reales que crecían menos que la productividad y, por lo tanto, de un fuerte crecimiento del empleo, la tasa de paro sólo bajó lentamente y no se redujo gran cosa el número de parados largo tiempo (más de un año). Hay pues un "núcleo duro" de parados muy difícil de reducir. Se hizo patente además lo que indicábamos al principio de este artículo: en la fase de recuperación el paro no baja lo que se podría esperar, y se está produciendo una tendencia estructural de paro creciente, el gran problema de hoy.

Si nos fijamos en períodos más largos que los 7 años 1983-90, la situación en la CE respecto a la creación de empleo no es tan halagüeña: en las 3 décadas 1960-90 el crecimiento medio anual de empleo fue sólo un 0,3%; en 1985-90 subió a un 1,3%, y, lo que es peor, la previsión para 1993 es de una baja de un 0,8%, continuando las malas perspectivas a medio plazo.

En un período más reciente (1983-90) el paro elevado continúa siendo el gran problema de la CE, especialmente si lo comparamos con el del EE.UU. y Japón. En la CE llegó a un 10,7% en 1985, bajando a un 8,3% en 1990 y subiendo notablemente desde entonces. En esos años un aumento del 6,7% en el empleo total produjo sólo una baja del 2,4% en el paro, revelando el carácter estructural del problema y la existencia del "núcleo duro" a que nos referíamos más arriba.

Sin embargo, sería un error caer en un pesimismo excesivo. En primer lugar una evolución macroeconómica favorable ayuda considerablemente a resolver el problema del paro. Así, en la CE, en 1983-90, la oferta de trabajo en términos de personas aumentó en unos 8 millones, pero el número de puestos de trabajo (demanda de trabajo) creados gracias a una situación macroeconómica favorable pudo absorber plenamente el aumento de la oferta e incluso reducir el número de parados en 1,2 millones. En segundo lugar medidas estructurales que luego expondremos, como las encaminadas a aumentar la flexibilidad en el mercado de trabajo, y la educación y formación profesional, pueden ser muy efectivas.

Hay dos aspectos de la situación actual respecto al paro que conviene resaltar: en primer lugar el aumento del paro juvenil (personas de menos de 25 años), especialmente en España, donde en 1992 subió al 32,7%, y en 1995 a 35%, el más elevado de toda la CE, y casi con seguridad seguirá aumentando por lo menos hasta mediados de 1994; y en segundo lugar, el enorme porcentaje de parados que lo están desde hace más de un año respecto al total de parados, una porcentaje que llegó en 1992 al 45,2% en la CE. Este "núcleo duro" de parados

largo tiempo es sin duda el problema más difícil de resolver. Afecta sobre todo a trabajadores más viejos, que a consecuencia de las reestructuraciones debidas al mercado único europeo han perdido, su empleo y no pueden encontrar otro: en la CE, en 1992, llegó a un 46% de los que tienen entre 25 y 49 años, y a un 56,9% de los mayores de 50 años. Cuando una persona está sin trabajo tanto tiempo, en especial si es ya mayor, con gran frecuencia se desanima, se cree inempleable y deja de buscar trabajo. Es un problema tanto psíquico como laboral, especialmente difícil de resolver y que requerirá medidas específicas para evitar la marginalización de millones de ciudadanos de la CE.

Factores de la creación de empleo.

Para poder entender lo que está ocurriendo en la CE respecto a la creación de empleo, es preciso examinar los factores que afectan la oferta de trabajo y los que afectan la demanda.

A) Factores que afectan a la oferta de trabajo.

La oferta de trabajo depende de la evolución de la población, incluyendo las migraciones, y de su participación en el mercado de trabajo.

1. *Evolución de la población.* En 1983-90 la población de la CE subió de 320 a 329 millones, un crecimiento medio anual de 0,35%, poco más o menos el mismo que en los ocho años anteriores, la mitad debido a inmigración. El porcentaje de la población en edad de trabajar subió de 66,1% en 1983 a 67,3% en 1991, un 0,55% de crecimiento medio anual, mayor que el de la población misma. Se estima (¿se teme?) que en el período 1991-95 vendrán a la CE entre 0,9 y 2 millones de inmigrantes, la mayoría peones sin ninguna formación profesional, lo que evidentemente agravará la situación de paro.

2. *Participación de la población en el mercado de trabajo.* En la CE subió del 65,2% en 1983 al 66,2% en 1991, lo que supuso 8,3 millones más, un aumento medio anual de 0,8%, notablemente superior al de la población en edad de trabajar (0,55%). El porcentaje de participación de los varones en edad de trabajar bajó constantemente durante los años ochenta a causa de jubilaciones anticipadas, a veces muy generosas, tanto en el sector público como en el privado, lo cual probablemente redujo el paro en un 2%.

En suma, alrededor de un 70% del aumento de la oferta de trabajo se debió al crecimiento natural de la población y a la inmigración y el 30% restante a una mayor participación. Esa mayor participación se dio sólo en el conjunto de mujeres de 25 a 40 años, mientras que la de los otros sectores de la población permaneció constante o disminuyó. En especial, disminuyó el porcentaje de varones jóvenes sobre el total de trabajadores, reflejando el aumento del paro juvenil.

España se caracteriza (cifras de 1991) por una menor participación que la media comunitaria (48,2% en España y 55,4% media de la CE), por una escasa participación de las mujeres casadas entre 25 y 49 años (42,2% en 1991 en España y 60,4% en la CE) y por una menor participación de los jóvenes de ambos sexos entre 15 y 24 años (45,4% en España y 52,2% en la CE).

B) Factores que afectan a la demanda de trabajo.

En el período 1983-90 el aumento del empleo en la CE excedió al de cualquier etapa anterior desde su creación. El empleo total había bajado de 127,7 millones de puestos de trabajo en 1980 a 124,5 millones en 1983 a causa de la segunda crisis del petróleo; comenzó a aumentar ese año

y llegó a 133,6 millones en 1990. La media de aumento anual en 1983-90 fue de un 1%. Evidentemente, esa mayor creación de empleo se debió al aumento del PIB en esos años, que fue de un 2,9%. Lo más notable es que el llamado "umbral de empleo", la tasa mínima de crecimiento del PIB que supone un aumento del empleo, ha bajado notablemente, de un 4,4% en 1961-73 a alrededor de 2% en los años ochenta. En suma, a medio y largo plazo, descontando las oscilaciones cíclicas, el panorama desde el punto de vista de la creación de empleo es favorable. Las causas de esa evolución favorable parecen ser las siguientes:

1. *Reducción de la jornada de trabajo.* A primera vista, parece que debería causar un aumento proporcional del número de empleos; en realidad, causa mucho menos porque suele ir acompañada de un aumento en la productividad del trabajo. De los datos disponibles se desprende que la reducción de la jornada de trabajo -muy escasa, ya que sólo bajó de 39,7 horas diarias en 1983 a 39 horas en 1990- no explica el aumento de empleos, al ser compensada por el aumento de la productividad. El empleo aumentó en un 7,2% entre 1983 y 1990.

2. *Aumento del trabajo a tiempo parcial.* Tiende a concentrarse sobre todo en el sector servicios. En 1983-86, el 75% de la creación neta de empleo se debió a empleos a tiempo parcial, bajando al 30% en 1989-90 y subiendo de nuevo hasta un 80% en 1990-91. Ha sido, pues, un factor muy importante en la creación de empleo, pero sería aventurado afirmar que pueda llegar a ser un factor decisivo en la reducción del paro, ya que, en general, se trata de empleos femeninos, cuyo salario complementa al del marido o del padre, notablemente superior. Así, en 1991, en Holanda, los empleos a tiempo parcial masculinos fueron el 15,7% del total de empleos masculinos, y los femeninos a tiempo parcial un 59,8% del total de los femeninos; las cifras correspondientes fueron en Bélgica 2 y 27,4%, en Alemania 2,7 y 34,3%, y en Francia 3,4 y 23,5%.

En España, en 1991, los empleos a tiempo parcial representaban sólo el 1,6% del total para hombres y el 11,2% para mujeres, una cifra muy baja comparada con las medias comunitarias de 4 y 28,5%. En general, el empleo a tiempo parcial, sobre todo de mujeres, se concentra en los países más ricos de la CE.

3. *Crecimiento más que proporcional del sector servicios.* En economías desarrolladas, cuando el PIB crece, el sector servicios tiende a crecer más que los otros. Como, en general, es más intensivo en trabajo que el sector industrial, favorecerá la creación de empleo. Así en 1983-91 en la CE el porcentaje del empleo en servicios sobre el total subió 4 puntos porcentuales, llegando al 62,5% en 1991. En España aumentó del 52% en 1986 al 57,3% en 1991.

Sería aventurado confiar en que la creación de empleo en servicios pueda ser la solución: en EE.UU., una elevada proporción de esos empleos son los llamados "empleos de hamburguesería" (*fast food jobs*), sin cualificación profesional y mal pagados, cubiertos generalmente con estudiantes, inmigrantes y gente joven. Es de temer que en Europa pasaría lo mismo.

4. *Políticas de mercado de trabajo.* Desde que al fin de los años setenta el paro se agravó, los gobiernos han emprendido políticas de mercado de trabajo para fomentar la creación de empleo y la recolocación de los parados. Nos ocupamos de ellas más adelante.

Evolución del paro desde 1983.

En 1985, el paro en la CE llegó a un 10,7%, bajando lentamente hasta un 8,3% en 1990, sólo 2,4 puntos porcentuales, a pesar de que en esos años el empleo aumentó en un 6,7%. Ello

hace pensar que existe un "núcleo duro" de parados muy difíciles de colocar o/y que la inflexibilidad del mercado de trabajo es tan grande que no permite a los parados entrar en los puestos de trabajo creados por el aumento del PIB. Esta conjetura se hace más probable si comparamos el paro en la CE con el de EE.UU. y Japón, donde el crecimiento del PIB reduce el paro mucho más.

Sin embargo, sería un error ser excesivamente pesimista. En 1975-83, la oferta de trabajo en número de personas aumentó en 8 millones, y se destruyeron puestos de trabajo debido a la crisis del petróleo, con lo que el número de parados aumentó hasta 8 millones y medio, un número superior en medio millón al de los entrantes en el mercado de trabajo. Por el contrario en 1983-90, la época de prosperidad que siguió a la crisis, los puestos de trabajo creados fueron suficientes para que se colocasen 8 millones de entrantes y se redujese el paro en 1,2 millones. Es evidente, pues, que la expansión económica es un gran remedio al paro, aunque, como veremos más adelante, hay que complementarla con medidas estructurales para hacerla plenamente eficaz.

REMEDIOS AL PARO.

Trataremos sucesivamente de: 1) el entorno macroeconómico y sus posibilidades de mejorarlo; 2) el aumento de la demanda de trabajo, es decir la creación de empleos; y 3) reformas estructurales para mejorar el funcionamiento del mercado del trabajo.

El presente entorno macroeconómico desfavorable y sus efectos sobre el paro.

La presente situación económica de Europa se caracteriza por un crecimiento muy escaso, e incluso nulo o negativo en bastantes países, y por un paro alto y creciente, consecuencia, en gran parte, de la debilidad de la coyuntura. Según la OCDE, el presente año el paro llegará a 36 millones, y en España aumentará en medio millón. Es muy poco probable que la coyuntura mejore antes del verano de 1994.

La oferta de trabajo de las personas (por crecimiento demográfico, inmigración y participación) en la CE probablemente aumentará a medio plazo alrededor de 0,5% al año. La productividad (producto por persona empleada) ha aumentado a un ritmo anual de alrededor del 2% durante los últimos 20 años, y no parece que vaya a cambiar mucho. Suponiendo que siga así, simplemente para que el paro no aumente el PIB tendría que aumentar en un 2,5% anual. Para conseguir que el paro baje sensiblemente, tendría que aumentar durante varios años en un 3,5%; es decir, la CE tendría que volver a los fuertes ritmos de crecimiento de la segunda mitad de los años ochenta, algo muy poco probable, casi imposible, a corto plazo en una fase de recesión como la actual.

El "umbral de crecimiento del empleo", o tasa de crecimiento del PIB en la que se empieza a crear empleo, depende de varios factores. El progreso técnico encarnado en nuevas inversiones tiende a elevarla, y la expansión de actividades intensivas en trabajo, como los servicios, tiende a rebajarla. Los datos estadísticos en la CE parecen indicar que este umbral ha bajado desde algo más del 4% en 1961-73 a alrededor del 2% desde la segunda mitad de los años setenta. Es decir, el aumento del PIB se está haciendo más favorable a la creación de empleo.

Sin embargo, dadas las limitaciones impuestas por la pertenencia al Sistema Monetario Europeo (SME), no parece que los miembros de éste (es decir, los países miembros de la CE,

salvo Gran Bretaña e Italia) puedan tomar a corto plazo medidas de política monetaria encaminadas a aumentar la demanda global y el PIB, y por lo tanto a reducir el paro. Si las tomaran bajando los tipos oficiales de interés, sus monedas correrían el riesgo de salirse de la banda del SME. Tampoco pueden aumentar el déficit presupuestario para animar la demanda: ello supondría alejarse cada vez más de los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht.

En suma, a menos que el SME estalle y el Tratado de Maastricht se derrumbe, los gobiernos de los países miembros del SME no podrán acudir, por ahora, a medidas macroeconómicas expansivas para reducir el paro. Su reducción tendrá que hacerse mediante otros medios.

Por eso hay gente que cree que la presente situación de paro alto y creciente acabará por hacer estallar el SME y hará inaplicable el Tratado de Maastricht. Los que así piensan mantienen que una tasa de paro tan elevada como la existente actualmente en bastantes países miembros (la de España, con 21,7%, es la más alta de la CE) es insostenible en un sistema democrático porque los electorados acabarán imponiendo esa baja en los tipos y, por lo tanto, la salida del SME. Por ejemplo, en el *Financial Times* del 12 de Julio, se decía que numerosos *dealers* están convencidos de que antes de fin de año Francia se verá obligada a devaluar o a salirse del SME, ya que una baja en los tipos de interés franceses, imposible de realizar dentro del SME si el Bundesbank no los baja, es absolutamente necesaria para reanimar la economía francesa.

Creación de empleos: la moderación salarial.

Es evidente que los empresarios sólo contratarán nuevos trabajadores si su producto marginal es superior al salario que reciban; si es inferior y los contratan, la empresa perderá dinero. Es, pues, condición indispensable para la creación de empleo que los salarios no crezcan por encima de la productividad.

Los datos estadísticos lo prueban sobradamente. Así, en la CE, en el período 1971-80, como media, la remuneración real de los trabajadores creció más que su productividad. En 1974-82, los salarios reales en la CE aumentaron a una media anual de 2,2% y el empleo disminuyó un 0,1% anual. En EE.UU., por el contrario, en el mismo período, las remuneraciones reales subieron sólo un 0,3% de media anual y el empleo, en vez de disminuir como en la CE, aumentó a una media del 1,5% anual. En la década siguiente, la de los años ochenta, en la CE ocurrió lo contrario: el crecimiento de los salarios reales fue alrededor de un punto menos que el de la productividad, y como consecuencia se crearon 9 millones de nuevos puestos de trabajo. El paro, que había aumentado hasta el 10,8% en 1985, empezó a bajar, llegando al 8,3% en 1990. En 1983-90 los EE.UU. siguieron conservando su ventaja en moderación salarial y en creación de empleo: en EE.UU., los salarios reales crecieron moderadamente, sólo un 0,4% anual, con lo que el empleo subió un 2,5%. Las cifras correspondientes para la CE en 1983-90 fueron 1,1 y 0,8%. La relación positiva entre moderación salarial y creación de empleo sigue siendo válida.

Ello no quiere decir que Europa, en aras de aumentar los empleos, esté dispuesta a aceptar el "modelo hamburguesería" (*fast food model*) americano, en el que se crean muchos empleos, pero mal pagados, sin especialización técnica, sin seguridad y sin perspectivas. La opinión pública europea no lo toleraría.

La evolución de la relación salarios reales/productividad en la CE se reflejó en la inversión. Con salarios reales superiores a la productividad, hay una tendencia a sustituir trabajo por capital (máquinas ahorradores de trabajo). Por ello, en la CE, aunque el porcentaje de inversión sobre el PIB, que alcanzó un 23,6% en 1973, bajó en los años setenta al declinar la rentabilidad del

capital, una proporción creciente de las inversiones realizadas hasta principios de los años ochenta se hizo en actividades intensivas en capital, más que en ampliar la capacidad productiva.

En la CE los años ochenta fueron muy favorables para la creación de empleo gracias a la moderación salarial, la reducción o supresión de los subsidios a la inversión y de otras distorsiones que impedían que el capital acudiese a las inversiones más rentables y productivas. La rentabilidad del capital aumentó, y las nuevas inversiones, en general, se encaminaron a ampliar la base productiva, en vez de a profundizarla; es decir, se dedicó a construir nuevas fábricas en vez de sustituir trabajo por capital en las ya existentes, como ocurría en general en los años setenta.

Desde 1989-90 la economía de la CE está en recesión. Como acentúa el documento "*Structural Features*", para volver a la situación favorable de mediados de los ochenta es preciso que los salarios reales no suban más que la productividad, para que aumenten las expectativas de beneficio y la inversión. Es necesario continuar fomentando inversiones que aumenten la base productiva en vez de profundizarla.

De todos modos, la moderación salarial no basta para reducir el paro; son también necesarias medidas estructurales. Los datos estadísticos lo prueban: en la CE durante la década 1981-90, a pesar de un crecimiento continuado del PIB, de una sensible moderación salarial (1 % menos que la productividad, como hemos dicho) y, por lo tanto, de un fuerte crecimiento del empleo, el paro bajó muy lentamente, en especial el de los parados largo tiempo.

Medidas estructurales para mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo.

[Este capítulo y los siguientes, salvo el último, son esencialmente la traducción de los correspondientes del documento "*Structural Features of the Labor Market of the Community*" ya mencionado con algunos añadidos sobre España].

Examen de la experiencia comunitaria y de las propuestas de la Comisión a los estados miembros para reducir rigideces estructurales.

En la CE, y especialmente en España, han coexistido y coexisten un nivel de paro alto, y ahora creciente, y fuertes presiones al alza de los salarios, lo que prueba que existen serios problemas estructurales en la oferta de trabajo. Es un problema no sólo económico, sino, sobre todo, social y político. Estos defectos estructurales están condenando al paro a un porcentaje considerable de los trabajadores, el 21,7% en España, en especial a los jóvenes que quieren entrar en el mercado de trabajo. Es muy difícil que una sociedad pueda soportar largo tiempo ese elevado nivel, que, respecto a jóvenes, llega en España al 35%.

En toda la CE, y en especial en España, las reformas estructurales del mercado de trabajo necesarias para remediar la grave situación actual exigen la intervención de la autoridad estatal y, siempre que sea posible, la de empresarios y trabajadores. La forma concreta de la intervención de estos últimos dependerá de las tradiciones y prácticas de cada país miembro. De todos modos, corresponde a la autoridad estatal tomar la iniciativa y urgir a empresarios y trabajadores a que emprendan las acciones necesarias lo antes posible. Si no se toman, muy probablemente aumentarán las diferencias del nivel del paro entre las diferentes regiones y estados.

INDICADORES DE RIGIDECES ESTRUCTURALES EN LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA CE.

(Tomados de "*Structural Features of the Labor Markets of the Community*" antes citado.)

Observaciones.

Las tablas describen los *problemas* estructurales más importantes en los mercados de trabajo de los diferentes países miembros; no tratan de identificar aspectos considerados especialmente deseables o ventajosos en cada país miembro.

En las tablas 2 y 3 el asterisco (*) identifica aspectos que causan problemas *dentro de* cada estado miembro. No tratan de comparar la importancia relativa de esos aspectos *entre diferentes* estados miembros, aunque ciertos aspectos problemáticos evidentemente se dan en varios de ellos.

En la tabla 1 (Indicadores generales) se han usado expresiones valorativas (Más alto, Más bajo, etc.) que tratan de comparar datos estadísticos derivados de estudios realizadas en los estados miembros, pero sólo de un modo aproximado. Por ejemplo la rigidez de los salarios reales belgas parece ser *relativamente baja* comparada con la media comunitaria.

Notas explicativas.

(1).- El nivel medio de paro durante este período permite hasta cierto punto colegir cuál es el nivel estructural de paro, pero con escasa exactitud al no tener en cuenta también recientes iniciativas de reforma emprendidas por los gobiernos.

(2).- Opiniones basadas en el papel de la OCDE "Progresos en la reforma estructural: visión de conjunto", EPC/EDRC Abril 92. Es probable que la falta de flexibilidad de los salarios reales en España plantee un serio problema, pero faltan datos comparables para poder hacer una evaluación.

(3).- Eurostat, Estudio de la fuerza de trabajo.

(4).- Parados de menos de 25 años en porcentaje del total de trabajadores no militares de ese grupo de edad.

(5).- Parados durante un año o más en porcentaje del total de parados.

(6).- Porcentaje de parados durante un año o más sobre el total de parados del correspondiente grupo de edad.

(7).- Diferencias del paro entre regiones.

(8).- Eurostat, Estudio de la fuerza de trabajo.

(9).- El porcentaje ajustado de participación se ha hecho sobre la base de la media de horas trabajadas durante un año por cada participante en el mercado de trabajo. Las opiniones

expresadas puede que no sean demasiado fiables porque se basan en datos de 1988 que pueden ya no ser válidos.

(10).- Impuestos más contribuciones de trabajador y empresario, dividido por retribución total del trabajador.

(11).- El "salario de reserva" intenta medir el nivel de ingresos al cual al trabajador medio le da igual ponerse a trabajar o no hacerlo. Sin embargo este indicador no es muy exacto porque el nivel de subsidio de paro afecta también el nivel y la estructura de salarios de los empleos ofrecidos a los trabajadores.

(12).- Grado de unificación en la administración de los servicios de recolocación de parados y de subsidio de paro, y sus consecuencias respecto a la eficiencia de la administración de los subsidios sociales.

(13).- Calidad y posibilidad de elegir ofrecida a los que buscan trabajo o formación profesional.

(14).- La "facilidad de entrada" es también crucial para la movilidad ocupacional dentro de los mercados de trabajo locales.

(15).- Se incluye la estructura de diferenciales de salarios porque es una influencia importante sobre los incentivos para adquirir una nueva formación profesional o nuevas responsabilidades.

Estas tablas comparan (inevitablemente, con gran simplificación) las rigideces estructurales de los mercados de trabajo de los estados miembros de la CE, desde luego, muy diferentes. Como una primera aproximación, se puede afirmar que el paro femenino y el juvenil son particularmente preocupantes en muchos estados miembros. En el lado de la oferta de trabajo, los problemas más graves son la diferencia entre los ingresos obtenidos si se trabaja y los obtenidos en paro (descritos en el llamado "salario de reserva" de la tabla 2 a, la falta de eficacia en los organismos encargados de buscar nuevos empleos a los parados, y la carga de los subsidios de paro. Curiosamente, la duración del tiempo en que se recibe el subsidio del paro no figura de modo destacado entre ellos. Desde el punto de vista de la demanda de trabajo, los problemas más serios son cómo ampliar las posibilidades de trabajo a tiempo parcial y cómo reducir la carga de los costes no salariales. La falta de flexibilidad de los contratos laborales no parece que afecte a muchos países, aunque en algunos (España entre ellos) puede ser importante.

Entre los problemas estructurales por resolver figuran los métodos de fijación de salarios, cómo aumentar y mejorar la oferta de trabajo, y los efectos sobre el paro de los diferentes sistemas de seguridad social.

Métodos de fijación de salarios.

El aumento de la competencia en el mercado nacional, consecuencia de la creciente integración de las economías europeas y del posible éxito de la Ronda Uruguay, hace imprescindible aumentar la flexibilidad de los salarios. Aunque ya en los años ochenta tuvieron lugar importantes ajustes de los salarios a las condiciones cambiantes del mercado, en muchos países de la CE, especialmente en los del Sur: España, Portugal, Grecia e Italia la situación no es plenamente satisfactoria. Cuando se llegue a la unión monetaria y económica (UME) con tipos de cambio fijos, la respuesta de los agentes sociales a las señales del mercado asume un papel fundamental: la flexibilidad salarial es un componente muy importante del mecanismo de

CUADRO NUM. 1

INDICADORES GENERALES E INDICADORES DE RIGIDEZ ESTRUCTURAL EN LA OFERTA Y EN LA DEMANDA DE TRABAJO

	Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Países Bajos	Portugal	Gran Bretaña
- Porcentaje de paro	8,2	9,5	4,5	7,7	18,0	10,0	17,8	10,1	6,7	4,8	10,8
- Media anual de paro 1981-90 (1)	10,7	7,6	6,0	7,1	18,5	9,2	15,7	9,7	10,2	7,1	9,7
- Rigidez de los salarios reales a corto plazo (2)	Más baja	Más baja	Más alta			Media		Más baja	Más alta	Más baja	Más alta
- Paro (3):											
: Porcentaje de paro femenino	Más alto	Más bajo	Mucho más bajo	Más alto	Muy alto	Más alto	Mucho más alto	Más alto	Más bajo	Bajo	Bajo
: Porcentaje de paro de jóvenes de menos de 25 años (4)	(12,2)	(10,8)	(5,1)	(12,9)	(25,3)	(12,5)	(19,4)	(15,6)	(8,7)	(6,5)	(9,2)
: Porcentaje de parados largo tiempo (5)	Medio	Más bajo	Muy bajo	Más alto	Muy alto	Alto	Alto	Muy alto	Bajo	Bajo	Medio
: Diferencias regionales de paro (7)	(17,6)	(11,4)	(4,0)	(24,6)	(32,7)	(21,8)	(27,6)	(28,1)	(10,6)	(10,3)	(17,0)
: Porcentaje de parados largo tiempo menores de 25 años (6)	Muy alto	Mucho más bajo	Medio	Medio	Más alto	Más bajo	Muy alto	Muy alto	Medio	Más bajo	Mucho más bajo
: Diferencias regionales de paro (7)	(61,0)	más bajo	(43,4)	(46,5)	(49,0)	(38,0)	(59,8)	(65,6)	(41,1)	(38,1)	bajo
: Porcentaje de parados largo tiempo menores de 25 años (6)	(31,1)										(27,9)
: Diferencias regionales de paro (7)	Medio	Más bajo	Más bajo	Más alto	Más alto	Más bajo	Más alto	Muy alto	Más bajo	Medio	Más Bajo
: Porcentajes de actividad en el mercado de trabajo (8)	(38,3)	(17,8)	(22,1)	(44,1)	(45,1)	(22,0)	(48,3)	(65,1)	(15,9)	(31,5)	(17,3)
: Porcentajes de actividad en el mercado de trabajo (8)	Amplias	Amplias	Amplias	Muy am- plias	Muy am- plias	Muy am- plias	Muy am- plias	Muy am- plias	Muy am- plias	Muy am- plias	Muy am- plias
: Porcentajes de actividad en el mercado de trabajo (8)	(40,3)	(56,5)	(48,4)	Más bajo	Más Bajo	Medio	Más bajo	Más bajo	Medio	Más alto	Alto
: Porcentaje de participación en horas al año (9)	(40,3)	(56,5)	(48,4)	bajo	(39,0)	(44,1)	(38,1)	(42,3)	(47,1)	(48,9)	(50,5)
: Porcentaje de participación en horas al año (9)	Medio	Alto	Más alto	Medio	Muy bajo	Medio	Muy bajo	Bajo	Muy bajo	Alto	Más alto

CUADRO NUM. 3

INDICADORES GENERALES E INDICADORES DE RIGIDEZ ESTRUCTURAL EN LA OFERTA Y EN LA DEMANDA DE TRABAJO

Indicadores en el lado de la demanda.	Bélgica	Dinamarca	Alemania	Grecia	España	Francia	Irlanda	Italia	Países Bajos	Portugal	Gran Bretaña
Legislación sobre la flexibilidad de duración y tiempo de trabajo. (¿Genera inflexibilidad?).											
: Flexibilidad de contratos de trabajadores fijos. (¿Puede causar un mercado dual?).					(*)			(*)			(*)
: Costes de contratar y despedir trabajadores fijos. (¿Son altos?).			(*)		(*)		(*)	(*)			(*)
: ¿Se restringe la posibilidad de contratos de trabajo temporal?			(*)		(*)			(*)			(*)
: ¿Se restringe la posibilidad de trabajos a tiempo parcial?			(*)		(*)			(*)			(*)
- Nivel de salario mínimo. (¿Es un problema?).			(*)		(*)			(*)			(*)
- Contribuciones de las empresas a la seguridad social. (¿Son tal altos que dificultan la creación de empleos?).			(*)		(*)			(*)			(*)
- Facilidad de entrada de nuevas empresas y de los trabajadores autónomos. (¿Tienen dificultades para entrar?).			(*)		(*)			(*)			(*)

transferencia de recursos a sus usos más eficientes. Existe el peligro de que una respuesta inadecuada de los salarios aumente aun más el nivel estructural de paro, como está ocurriendo en España.

No hay un sistema concreto de fijación de salarios que sea el ideal para todos los países. La experiencia de los países industriales muestra que, con tal de que las autoridades mantengan un entorno macroeconómico estable y no inflacionario, tanto los sistemas centralizados de negociación de salarios como los muy descentralizados son capaces de mantener bajo el paro, y la inflación baja y estable.

Sin embargo, la experiencia de los estados miembros sugiere que es posible y conveniente mejorar los sistemas de negociación de salarios en muchos países miembros. En este terreno queda mucho por hacer. Algunas experiencias y sugerencias concretas:

- Muchos estados miembros preconizan aumentos moderados de los salarios y de los costes laborales unitarios como el mejor procedimiento para aumentar la demanda de trabajo.

- Continuar con la desregulación y con la privatización ayudaría a aumentar la competencia en los mercados de productos, reduciendo así la posibilidad de que las empresas trasmitan a los consumidores los aumentos de costes derivados de exigencias laborales excesivas.

- El gobierno alemán está considerando cambiar la ley para permitir a los gobiernos regionales suspender en algunas empresas la aplicación de los convenios salariales colectivos si la empresa en cuestión está en peligro de quiebra.

- Algunos países están considerando, o han introducido ya, medidas estableciendo sistemas de retribución al trabajador que no consistan sólo en pagos en dinero, sino, en parte, en activos financieros a largo plazo en la empresa en cuestión.

- En la mayoría de los estados miembros, no es adecuada la estructura de salarios respecto a cualificaciones y a diferencias de productividad entre regiones y sectores, produciéndose una mala alocaión de la fuerza de trabajo, con la consiguiente pérdida de eficacia de la economía.

- Tras la abolición de la *scala mobile* en Italia (que imponía aumentos de salarios iguales a la inflación pasada), los agentes sociales y el gobierno están intentando reducir las rigideces inherentes a tal sistema. Hasta la fecha, los sindicatos españoles han considerado la *scala mobile* gravemente insuficiente, y no sólo han pedido compensación de la inflación, sino uno o dos puntos más de aumento del salario. Afortunadamente, parece que ante la crisis actual están adoptando posturas más moderadas.

- Las recientes privatizaciones en Italia contribuirán a reducir las rigideces en el empleo del sector público.

- En Dinamarca, el gobierno no trata de influir en el sistema de negociaciones laborales en la industria privada. Estima que una mayor descentralización aumentaría la flexibilidad salarial, pero eso no basta; para conseguir un crecimiento estable sin tensiones inflacionarias, se necesitan además profundas reformas en el mercado de trabajo y en la seguridad social.

- Todas estas sugerencias de la Comisión Europea son aplicables a España.

Mejoras en la oferta de trabajo.

a) Formación profesional.

En la CE no parece que la falta de obreros cualificados haya dificultado de modo apreciable el crecimiento económico. Sin embargo, en varios estados miembros se han observado deficiencias en la formación profesional y en la necesaria coordinación entre el sistema educativo general y aquélla. Es necesario mejorarla, ya que existe escasez de obreros especializados en determinadas técnicas. Su mejora ayudaría a reducir el número de parados por largo tiempo. Algunas sugerencias concretas:

- Algunos estados miembros sugieren que el aparato educativo debería enfocarse más hacia la formación profesional, en vez de estar orientado hacia la entrada en la universidad, estableciendo una ligazón estrecha entre la educación general y la formación profesional. Francia subraya la necesidad de que los jóvenes que acaban la escuela reciban alguna formación profesional; ahora no la recibe un 12 a 13% de ellos.

- Los demandantes de empleo en los puestos de trabajo peor pagados -como inmigrantes, gitanos que buscan trabajo como braceros para recoger la cosecha, etc- a menudo carecen de los requisitos básicos necesarios (idioma, presentación, etc.). Es fundamental adiestrarlos lo antes posible en esos requisitos básicos.

- En Holanda y Gran Bretaña, se han establecido sistemas para proporcionar a los parados por largo tiempo nuevos adiestramientos y experiencia en sus posibles nuevos empleos. Análogamente, el servicio de empleo francés les ayuda individualmente a encontrar un nuevo trabajo o a adquirir una nueva especialización.

- Todas estas sugerencias son también aplicables a España.

b) Seguridad social.

En Dinamarca, Alemania, Francia, Irlanda, Italia, Holanda y Gran Bretaña se registra un efecto negativo de los respectivos sistemas de seguridad social en el mercado de trabajo:

- Se reconoce que es preciso aumentar los incentivos a salir de la seguridad social, y que hay que remediar los frecuentes fraudes y abusos. El "pacto de solidaridad" alemán incluye medidas para ello. A largo plazo, existe el riesgo de que la economía no pueda soportar la carga excesiva de la seguridad social.

- Holanda planea establecer para los nuevos entrantes en la seguridad social una diferencia mínima de 10% entre retribución por el trabajo y subsidio de paro, y un examen más riguroso para determinar si el titular lo necesita por no tener otras fuentes de ingresos.

- Aunque proyectos de retiro anticipado se han discutido (o introducido en ciertos casos y empresas) en varios países miembros como Alemania, Holanda y Dinamarca, el consenso general es que, a causa del envejecimiento progresivo de la población, deberían ser abandonados. Los empresarios holandeses piden que se eleve la edad de jubilación y se rebajen las pensiones para los que opten por retiro anticipado.

- En Gran Bretaña se está considerando reformar el sistema de seguridad social aumentando los incentivos a los parados para encontrar nuevos empleos.

c) Movilidad del trabajo.

Para facilitar la movilidad tanto dentro de cada país miembro como hacia el resto de la CE, los países miembros, a la vista de las experiencias mencionadas a continuación, han tomado o necesitan tomar las medidas siguientes:

- Es necesario resolver el problema de la transferibilidad de pensiones entre diferentes estados miembros. Este problema ya ha sido resuelto en Irlanda.

- En Holanda se está examinando la posibilidad de requisitos y procedimiento de despido.

- Habría que mejorar la eficacia de las agencias estatales de busca de empleo; en algunos países miembros, se está considerando la posibilidad de permitir agencias privadas de empleo, en especial para trabajos temporales.

Medidas para aumentar la demanda de trabajo (oferta de puestos de trabajo).

Es posible aumentar la demanda de trabajo aumentando la flexibilidad de sus condiciones, especialmente respecto a horarios, y fomentando el trabajo a tiempo parcial y la contención de los costes no salariales; es decir, de las contribuciones de obreros y empresarios a la seguridad social.

- Varios estados miembros están considerando la introducción, o han introducido ya, medidas para mejorar el ajuste de los costes del trabajo a la capacidad productiva de ciertos grupos de trabajadores como los nuevos entrantes en el mercado del trabajo o los parados largo tiempo, reduciendo el nivel del salario mínimo o eximiendo, en todo o en parte, a esos grupos de la obligación de contribuir a la seguridad social. Italia es uno de ellos.

- Es preciso hacer más flexibles los horarios. En Alemania esa mayor flexibilidad permitiría aumentar la oferta de trabajo a tiempo parcial. En Francia, el trabajo a tiempo parcial goza de una exención parcial de la contribución a la seguridad social.

- En Alemania se permiten contratos temporales hasta 1995, con la posibilidad de ampliar ese plazo, así como agencias privadas de empleo que contratan obreros para una duración de 6 meses, plazo que se planea extender hasta 9.

- Las indemnizaciones de despido y la protección frente a éste son muy elevadas en algunos países miembros (España, Francia, Alemania), y podrían rebajarse para favorecer la creación de empleos permanentes. La media comunitaria de indemnización es 22 semanas. La española 40.

- En muchos países miembros, habría que examinar la posibilidad de rebajar los costes no salariales; es decir las contribuciones de obreros y empresarios a la seguridad social.

CONCLUSIONES.

En esencia, están contenidas en las propuestas del Comité de Política Económica de la CE dirigidas al Consejo y a la Comisión el 24 de Marzo pasado, que siguen siendo válidas.

El examen de las rigideces estructurales del mercado de trabajo revela la existencia de muchas posibles causas de esa inflexibilidad y muestra que los estados miembros han adoptado iniciativas muy variadas para reducirlas o eliminarlas. Sin embargo, no bastan.

No existe una solución ideal aplicable en todos los tiempos y países. El mercado de trabajo de cada país miembro es el resultado de su historia, diferente de la de los demás. Cada país tiene que encontrar las soluciones apropiadas a sus condiciones peculiares. Por ejemplo, la mayoría de los países miembros subraya la necesidad de diálogo con los agentes sociales. Algunos prefieren negociaciones salariales centralizadas, otros al contrario.

Requisito previo es, sin embargo, volver a un crecimiento económico sostenido, que continúe siendo intensivo en el factor trabajo gracias a una continuada moderación salarial, lo que implica, a medio plazo, subidas de salarios sensiblemente inferiores al aumento de la productividad. Las autoridades deben esforzarse en evitar la aparición de tensiones inflacionarias durante la fase de recuperación, mediante la adopción de un *mix* de medidas macroeconómicas orientado hacia la estabilidad. Siempre que sea posible, se debe acudir al diálogo social y a los acuerdos entre agentes sociales.

En el nivel micro, los problemas más serios en la mayoría de los países miembros son:

- los elevados costes no salariales del trabajo; es decir, las aportaciones de empresarios y obreros a la seguridad social;
- los ajustes en los salarios reales no reflejan suficientemente las diferencias entre las cualificaciones y las variaciones regionales en la productividad;
- el elevado nivel del paro entre los jóvenes;
- la concentración del paro en los obreros sin especialización;
- el continuado aumento de los parados por largo tiempo.

Para resolverlos, sería preciso:

- reducir los costes no salariales del trabajo en muchos países miembros; una causa importante del escaso paro en Dinamarca es la baja cuantía de dichas contribuciones, sólo un 3% del PIB, comparado con más del 17% en los demás miembros, salvo Gran Bretaña; claro que viene compensada con un IVA elevadísimo; un 25%;
- intensificar la formación profesional de los jóvenes ligándola con la educación general para facilitar la transición de la escuela al trabajo;
- readiestramiento y aumento de incentivos para volver al trabajo de los parados por largo tiempo;

- en algunos países, aumentar la diferencia entre los ingresos por salario y los por subsidio de paro para incentivar la vuelta al trabajo;
- ampliar la posibilidad de trabajo a tiempo parcial para combinar de modo más eficiente la fuerza de trabajo con el equipo capital;
- reducir las barreras a la movilidad del trabajo, en especial mejorando la disponibilidad de viviendas y la transferibilidad de pensiones;
- en algunos países, desregular la reglamentación de despido, contratos temporales, etcétera.

APENDICE.

Después de redactado este artículo, ha aparecido, el 20 de julio, el informe anual de la OCDE sobre el paro que contiene importantes novedades, no en los hechos, que evidentemente son los mismos, sino en su interpretación; su editorial advierte contra la tendencia bastante extendida de considerar que la desregulación del mercado de trabajo es la mejor solución al problema del paro. Los que así piensan hacen hincapié en que la excesiva rigidez del mercado de trabajo, la pesada carga de las aportaciones de los empresarios a la seguridad social, las elevadas indemnizaciones de despido, y la presión sindical que impone elevados salarios para los afortunados que tiene empleo, a costa de los desgraciados que no lo tienen, son la causa principal del paro, y ponen como modelos a EE.UU y a Gran Bretaña, con mercados desregulados y mucho menos paro que el resto de la OCDE.

El informe, reconociendo la existencia de los defectos recién citados, acentúa que lo que de veras importa es el grado de adiestramiento de la fuerza de trabajo, e insinúa que una desregulación a ultranza, como la americana y, en menor grado, la británica, corre un serio riesgo de entrar en conflicto con el objetivo básico de una fuerza de trabajo bien adiestrada y, por lo tanto, bien pagada y con mucha mayor facilidad de encontrar nuevo empleo si pierde el que tiene. El activo mayor de los países de la OCDE, dijo el portavoz de ésta en la conferencia de prensa de presentación del informe, es la superior calidad de su fuerza de trabajo, que debe ser reforzada y renovada. Una política de despido y enganche totalmente libres corre el peligro de crear demasiados empleos sin especialización ni seguridad ningunas, y mal pagados.

Se ha dado aquí una inversión curiosa: siempre los informes de la Comisión Europea han sido más intervencionistas en la economía y los de la OCDE, sin duda por influencia norteamericana, más friedmanianos y enemigos de la intervención estatal; ahora, sin embargo, sin duda por influencia de la administración Clinton, ha ocurrido lo contrario.

Esta relación positiva entre adiestramiento y seguridad de empleo se hace patente en el hecho de que en Alemania, Francia y Japón los trabajadores jóvenes que entran en la empresa, en general, reciben un adiestramiento mucho más largo que en EE.UU y en Gran Bretaña, donde la duración del empleo y del adiestramiento son mucho menores. Igual correlación se da a escala de industria: en Francia y en EE.UU; las que conservan más tiempo a sus trabajadores consagran más tiempo a su adiestramiento, algo muy natural, ya que el adiestramiento cuesta, tiempo y dinero.

En EE.UU., la combinación de un fuerte crecimiento del empleo con una baja en los salarios reales (descontada la inflación) de los trabajadores peor pagados hace sospechar que sólo se ha conseguido aumentar el empleo a costa de crear una clase de trabajadores pobres y sin seguridad ninguna, un *lumpenproletariat*, que diría un marxista, algo muy peligroso para la estabilidad social y política.

El informe también llama la atención sobre el crecimiento desmedido de los contratos temporales, que en España llegan a cubrir al 40% de los trabajadores, algunos muy mal pagados. Añade que según las encuestas, del 20% al 30% de los trabajadores son empleo temporal preferirían un empleo fijo, y que del 60 al 80% lo están buscando. Además, los contratos temporales son prácticamente compatibles con un adiestramiento en la empresa que no sea de nivel rudimentario.

También hace hincapié en la necesidad de aumentar las medidas activas para remediar el paro -como educación, adiestramiento y oficinas de busca de nuevo trabajo- frente a las pasivas (subsídios de paro). Aunque la mayoría de los países miembros se gasta mucho más dinero en las medidas pasivas, afortunadamente en el período 1985-90 la proporción ha cambiado en favor de las activas en 13 de los 22 países miembros de la OCDE. Los datos estadísticos también parecen indicar que los programas activos aumentan la *ratio* creación de empleo/PIB y favorecen la moderación salarial.

Entre los programas activos, resulta particularmente eficaz el condicionar el subsidio de paro a la obligación de recibir adiestramiento. Los subsidios a los empresarios por cada empleo que crean también han dado buenos resultados, aunque menores que los anteriores. Los menos eficaces parecen ser los programas menos especializados de adiestramiento básico a todos los parados.

El informe resalta que los países que más aplican programas activos obtienen mejores resultados en la lucha contra el paro de larga duración (de más de un año), un problema grave, ya que representa el 30% del total de parados en la OCDE, que afecta sobre todo a los con menor educación, porque el progreso tecnológico destruye ese tipo de empleos.

Sería un error tachar al informe de un populismo exagerado. El informe reconoce que las rigideces del mercado de trabajo y las elevadas contribuciones de las empresas a la seguridad social son una importante causa de paro y que "el alto nivel de paro va unido a indemnizaciones de despido elevadas y a larga duración del tiempo en que se recibe subsidio de paro", usuales en los países del Sur de la CE, y sugiere que deberían ser modificadas. En suma, el informe, aunque hace hincapié en determinados aspectos del problema del paro a los que otros informes y estudios no habían consagrado tanta atención, no difiere demasiado de ellos en el diagnóstico y en la solución al problema.

SISTEMA FINANCIERO

LA SITUACION DE LAS CAJAS DE AHORROS

José M. Rodríguez Carrasco

La evolución de las diferentes magnitudes de la cuenta de resultados de las Cajas de Ahorros revela su buena salud. Este es uno de los principales mensajes que se desprenden de la ponencia "Situación de las Cajas de Ahorros", debatida en el ámbito de la LXVII Asamblea General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros celebrada en Madrid el pasado junio.

¿Qué factores delimitan la situación de una entidad financiera? La situación de una entidad financiera, y en particular de las Cajas de Ahorros, está delimitada en cualquier momento por una serie de factores, los principales de éstos aparecen en el Gráfico 1.

Así pues la situación de las Cajas, dentro del marco que ha condicionado a la banca minorista durante el pasado año, vendría delimitada en primer lugar, por la cuota de mercado que administran. Es preciso considerar el margen de intermediación con el que cuenta para atender a sus costes operativos, de saneamiento y provisión. El cobro de servicios como una nueva forma de generar ingresos. Los gastos de explotación que son un factor clave en la posición de la entidad financiera, al tiempo que constituyen un valioso índice de gestión. La rentabilidad que se obtiene sobre sus activos totales y sus recursos propios. El grado de seguridad que se transmite al mercado y a sus impositores como consecuencia del coeficiente de solvencia que mantiene.

Todos estos factores que definen la situación de las Cajas se examinan desde una perspectiva temporal del decenio comprendido entre 1983 y 1992. Para que el estudio de esta situación sea más relevante se compararán los factores examinados de las Cajas con aquéllos de la Banca en España.

I.- El entorno financiero del 92.- El peculiar comportamiento del sistema financiero en el 92 ha tenido, en términos generales, una influencia negativa en muchas entidades financieras, si bien el comportamiento de las Cajas en este entorno hostil, ha mejorado líneas de actuación anteriores, y en términos generales ha sido superior al de otras entidades financieras, como se verá a lo largo de las siguientes líneas.

En un reciente artículo, publicado en la revista Economistas, el Prof. Quintás había apuntado que una de las primeras consecuencias de la crisis económica en la banca minorista, había sido una reducción de la demanda solvente de créditos acompañada de un progresivo crecimiento de la morosidad, las quiebras y la suspensiones de pagos. Al mismo tiempo el margen de intermediación de los intermediarios financieros se vio reducido, por el lado de los ingresos financieros por una menor demanda crediticia y por un aumento de los costes financieros debido al encarecimiento del coste de los depósitos. En este encarecimiento de los depósitos influyeron no sólo la rivalidad de los demandantes de fondos, sino también la gran expansión de los fondos de inversión mobiliaria.

Otro factor condicionante han sido las turbulencias monetarias y cambiarias, que no sólo influyeron en el estrechamiento de diferenciales, sino que debido a su impacto en los mercados de valores, tanto renta fija como renta variable, obligaron a las entidades financieras, y las Cajas no han sido una excepción, a realizar una serie de dotaciones con cargo a su cuenta de resultados. Todos estos factores, como se aprecia en el Gráfico 2, han sido los causantes del deterioro de la cuenta de resultados.

II.- La cuota de mercado.- Dentro de este entorno financiero y contemplando las Cajas en particular, el primer aspecto a considerar es la cuota de mercado que administran éstas, es decir, **qué parte del ahorro de los impositores consiguen canalizar y qué parte de la inversión financian con tales recursos ajenos.**

Definida la magnitud que será objeto de comentario deben precisarse los grupos de entidades que forman el conjunto del sistema crediticio y que por tanto, aspiran a una cuota del mismo. Estas entidades son las que aparecen en el Cuadro 1, en el que se da cabida a otras entidades de crédito y se desecha el enfoque tradicional entre las parte de actividad gestionada por la Banca y las Cajas de Ahorros.

CUADRO NUM. 1

ENTIDADES DE CREDITO

1.- Entidades de depósito

- 1.1. Bancos
- 1.2. Cajas de Ahorros
- 1.3. Cooperativas de crédito

2.- Otras entidades de crédito

- 2.1. Entidades de crédito de ámbito operativo limitado.
 - 2.1.1. Sociedades mediadoras del mercado de dinero
 - 2.1.2. Sociedades de crédito hipotecario
 - 2.1.3. Sociedades de arrendamiento financiero
 - 2.1.4. Entidades de financiación
 - 2.1.5. Entidades de factoring

2.2. Crédito Oficial

Una vez conocido el conjunto de entidades de crédito y su desglose formal, a efectos meramente comparativos parece deseable formar tres grupos de instituciones, como son, Bancos, Cajas de Ahorro y agrupando en único resto las demás entidades que aparecen en el Cuadro 1. Se integrarán, pues, en este resto las Cooperativas de Crédito, las Entidades de crédito de ámbito operativo limitado y el Crédito Oficial.

II.1.- La cuota de mercado de los recursos ajenos.

Siguiendo las directrices arriba expuestas, se recogen en el Cuadro 2, las cuotas de mercado para los últimos ocho años de los recursos ajenos captados por las entidades de crédito. La primera consideración que cabe realizar respecto a las Cajas es que su cuota alcanza hoy más de las dos quintas partes del sistema crediticio español, concretamente el 42,1 % al término del año 92.

GRAFICO NUM. 1
LA SITUACION DE LAS CAJAS DE AHORRO

LOS FACTORES CONDICIONANTES DE LA BANCA MINORISTA EN EL 92

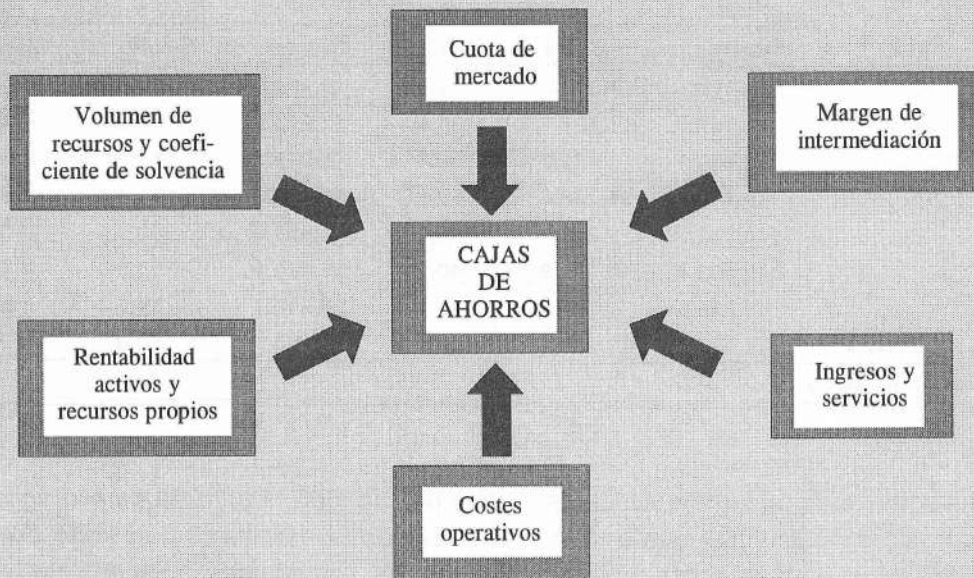
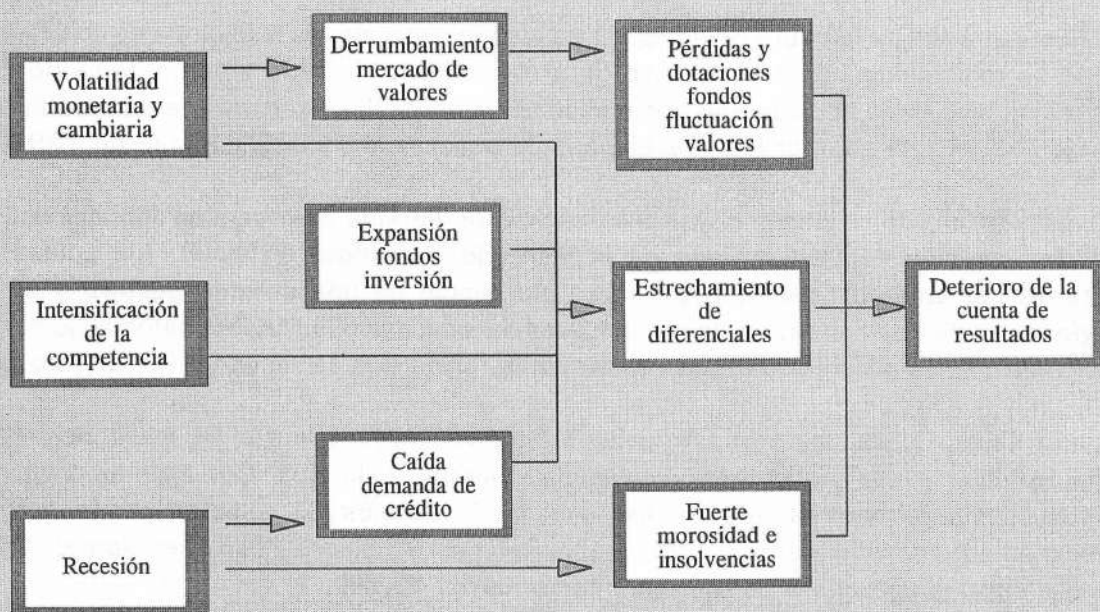


GRAFICO NUM. 2
FACTORES CONDICIONANTES DE LA BANCA MINORISTA EN 1992



CUADRO NUM. 2

ENTIDADES DE CREDITO - CUOTAS DE MERCADO							
RECURSOS							
RECURSOS AJENOS							
	Entidades de	Cajas de Ahorros		Bancos		Restantes entidades	
	crédito	Importes	Importes	Cuota	Importes	Cuota	Importes
1985	29.899,5	9.840,2	32,9	15.994,0	53,5	4.065,3	13,6
1986	32.957,0	11.497,7	34,9	17.016,6	51,6	4.442,6	13,5
1987	36.900,1	13.129,0	35,6	18.943,9	51,3	4.827,2	13,1
1988	39.912,3	15.766,6	39,5	20.507,3	51,4	3.638,4	9,1
1989	45.231,5	18.267,1	40,4	22.955,0	50,7	4.009,4	8,9
1990	49.303,4	19.791,8	40,2	25.054,1	50,8	4.457,5	9,0
1991	53.256,5	21.077,6	39,6	27.513,4	51,7	4.665,6	8,7
1992	55.217,4	23.225,4	42,1	27.596,0	50,0	4.396,0	7,9

Miles de millones de pesetas.

Este aumento de cuota de las Cajas, indica por un lado la pérdida de protagonismo del Resto de las Entidades de crédito, que a lo largo del período considerado han visto cómo sus recursos se estabilizaban o perdían protagonismo. Los bancos, por su parte, aumentaron el importe de sus recursos ajenos, pero perdieron participación con referencia a las Cajas, las cuales vieron aumentada su cuota en algo más de nueve puntos en los ocho años comprendidos entre 1985 y 1992 ambos inclusive.

Puede decirse en resumen, y la situación se aprecia mejor en el Gráfico 3, que los dos grandes grupos de instituciones financieras del mercado crediticio español son los bancos y las Cajas de Ahorros. El resto siempre tuvo una cuota de mercado inferior al 14% y la misma tuvo siempre una evolución descendente, hasta el punto de perder algo más de cinco puntos y medio en el período considerado, para quedarse en el 7,9% al final de 1992.

Este análisis de la cuota de mercado de los recursos ajenos tradicionales quedaría incompleto si no se relacionara con el desarrollo de otro producto financiero como han sido los fondos de inversión mobiliaria de todo tipo, los cuales tuvieron un importante auge en los últimos tres años, hasta el punto de superar los seis billones de pesetas al 31 de diciembre de 1992.

Este producto se comercializa a través de los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) y de los Fondos de Inversión de Activos en el Mercado Monetario (FIAMM), los cuales no tienen el estatuto de entidad financiera y actúan por medio de una entidad gestora y de una entidad depositaria de los fondos, por lo que a través de ellas es posible adscribirlos a los distintos grupos de instituciones de crédito considerados en la forma que se recoge en el Cuadro 3.

En dicho Cuadro se agrupan tanto los recursos procedentes de los impositores como los imputados a través de las instituciones de inversión colectiva. Con esta agrupación de ambos recursos puede decirse que de los casi 61,5 billones de pesetas de fondos de terceros intermediados en el sistema crediticio español, casi 25 billones son administrados por las Cajas, lo que supone una cuota de mercado conjunta del 40,6%.

CUADRO NUM. 3

ENTIDADES DE CREDITO - CUOTAS DE MERCADO							
RECURSOS							
RECURSOS AJENOS Y FONDOS DE INVERSION							
	Entidades de	Cajas de Ahorros		Bancos		Restantes entidades	
	crédito	Importes	Cuota	Importes	Cuota	Importes	Cuota
1985	29.899,5	9.840,2	32,9	15.994,0	53,5	4.065,3	13,6
1986	32.957,0	11.497,7	34,9	17.016,6	51,6	4.442,6	13,5
1987	36.900,1	13.129,0	35,6	18.943,9	51,3	4.827,2	13,1
1988	39.912,3	15.766,6	39,5	20.507,3	51,4	3.638,4	9,1
1989	45.231,5	18.267,1	40,4	22.955,0	50,7	4.009,4	8,9
1990	50.465,9	20.125,1	39,9	25.695,7	50,9	4.645,1	9,2
1991	57.126,6	22.066,7	38,6	29.978,7	52,5	5.081,1	8,9
1992	61.497,8	24.955,5	40,6	31.563,3	51,3	4.978,9	8,1

Miles de millones de pesetas.

II.2.- La cuota de mercado de la inversión.

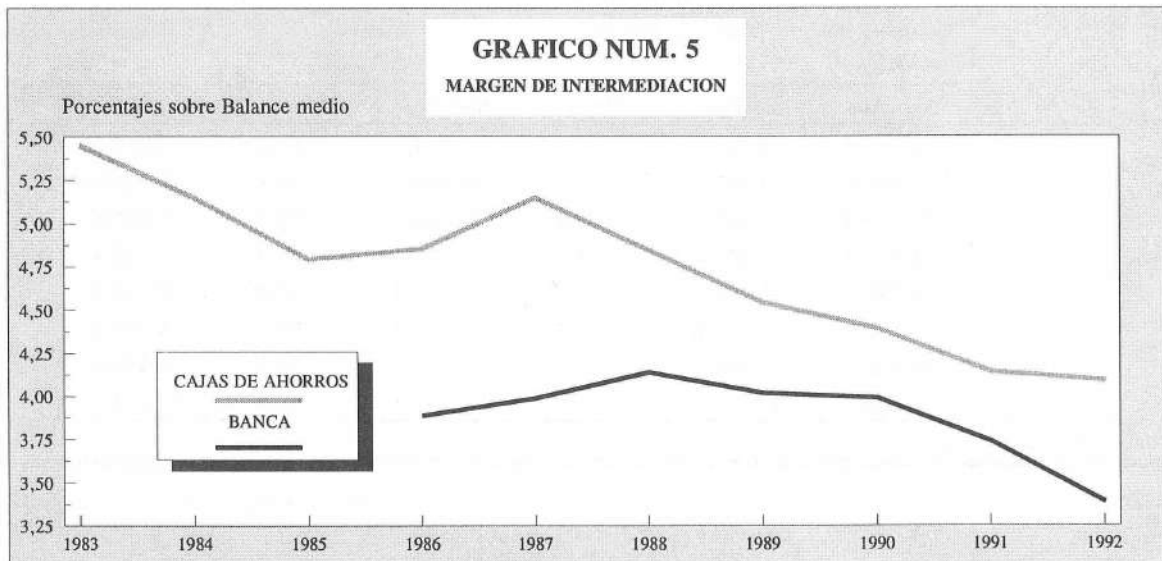
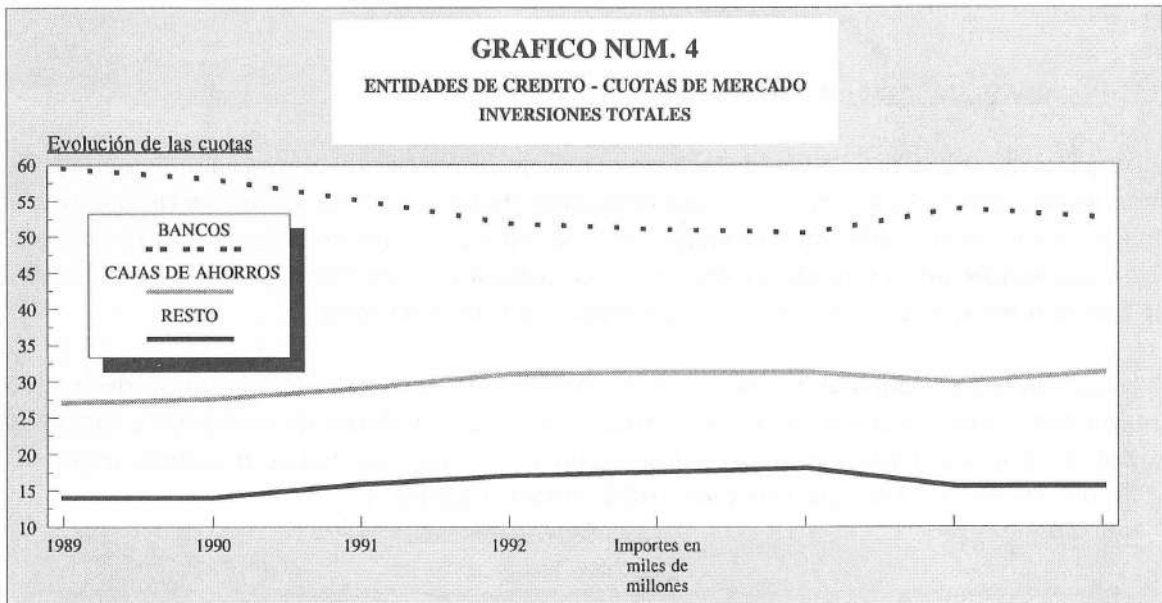
El análisis de las operaciones de activo confirma el creciente protagonismo de las Cajas de Ahorros dentro del sistema, si bien la participación de las Cajas es algo más reducida, debido a la consecuencia de su tradicional posición de colocadora de fondos en el mercado interbancario. Posición explicable en el pasado cuando se veía obligada a mantener una elevada liquidez para hacer frente a elevadas inversiones obligatorias, hoy desaparecidas.

A pesar de esta circunstancia la cuota de mercado de las Cajas en el campo de la inversión, entendida ésta como la suma del crédito más la cartera de valores de renta fija y renta variable, es el del 31,6% en 1992, y al igual que ocurría con los depósitos presenta una evolución ascendente desde el 27% que tenía en 1985. Véase Cuadro 4.

CUADRO NUM. 4

ENTIDADES DE CREDITO - CUOTAS DE MERCADO							
INVERSIONES							
INVERSIONES TOTALES							
	Entidades de	Cajas de Ahorros		Bancos		Restantes entidades	
	crédito	Importes	Cuota	Importes	Cuota	Importes	Cuota
1985	28.638,4	7.728,0	27,0	16.924,4	59,1	3.986,0	13,9
1986	32.782,6	9.098,0	27,8	19.077,7	58,2	4.606,8	14,0
1987	37.090,8	10.826,2	29,2	20.426,8	55,1	5.837,8	15,7
1988	41.646,9	12.985,9	31,2	21.521,1	51,7	7.139,9	17,1
1989	48.395,5	15.218,3	31,5	24.654,9	50,9	8.522,3	17,6
1990	54.343,1	17.115,5	31,5	27.471,2	50,5	9.756,3	18,0
1991	58.500,1	17.564,9	30,0	31.569,4	54,0	9.365,8	16,0
1992	63.445,9	20.066,6	31,6	33.255,1	52,4	10.124,2	16,0

Miles de millones de pesetas.



Se desprende igualmente de la lectura del Cuadro 4 que la Banca es quien cuenta con una mayor cuota de mercado, aunque en continuo descenso, salvo en 1991 que recupera tres puntos. La pérdida de protagonismo de la Banca, más visible en el Gráfico 4, donde partiendo de un 59,1% en 1985 ve reducida su cuota a un 52,4% en 1992, se debe tanto a la mejora de las Cajas como a la pujanza de otras entidades de crédito que subieron su participación en algo más de dos puntos.

La mayor presencia del resto de las entidades se explica por la actuación de las Entidades de crédito de ámbito operativo limitado, ya que su principal actividad es la de colocar fondos en el mercado, más que de captarlos, pues estos fondos provienen en su mayoría de los Bancos o Cajas en que se encuadran.

Del conjunto de la inversión analizada es el crédito el que tiene una mayor importancia relativa, algo más de 49 billones de pesetas al final de 1992 para el conjunto del sistema crediticio español. La participación de las Cajas, si se considera el crédito de forma aislada, es de un 29,4% en 1992 con 14,5 billones de pesetas.

III.- Margen de intermediación: Delimitación y estructura.

Es ampliamente conocido que el margen de intermediación viene definido por la diferencia entre los productos financieros y los costes de la misma naturaleza, por lo que su análisis requiere conocer la estructura de estos dos componentes.

El margen de intermediación define en gran medida la situación buena o mala de una entidad financiera. Puesto que el margen de intermediación más los ingresos derivados de otros servicios, es lo que sufraga los costes operativos, los saneamientos de crédito y valores, así como las dotaciones de fondos de pensiones.

Debe tenerse en cuenta, que una vez descontadas estas partidas debe quedar un excedente suficiente para atender las obligaciones fiscales, financiar la obra social e incrementar los recursos propios en cuantía suficiente para respaldar un determinado volumen de actividad y cumplir con el coeficiente de recursos propios exigido.

III.1.- Productos financieros.- Los ingresos financieros, que aparecen en el Cuadro 5 expresados en términos de porcentaje sobre balance medio revelan, en primer lugar, una cierta estabilidad en la serie durante los diez años objeto de análisis, puesto que la diferencia entre sus extremos apenas sobrepasa un punto porcentual.

Se observa por tanto en el Cuadro 5 que el mayor nivel fue alcanzado en 1983 con 11,36% mientras que el nivel más bajo correspondió a 1988 con 10,28%. En el último ejercicio cerrado los ingresos supusieron un 11,04% del balance medio.

Si se considera la estructura de los ingresos se observa que en su mayoría proceden de operaciones crediticias, línea de negocio a la que las Cajas siempre han dedicado una especial atención, y particularmente es de suponer que una buena parte de los ingresos procede de los créditos hipotecarios otorgados para la adquisición de viviendas.

No es pues de extrañar, que este sector de la vivienda tradicionalmente asistido por las Cajas, haya provocado las apetencias de la Banca y dado origen recientemente a la llamada guerra de

las hipotecas. Guerra desatada a causa de la crisis económica, la insolvencia empresarial y el peligro que para la Banca supone la trayectoria ascendente de las Cajas.

CUADRO NUM. 5

CAJA DE AHORROS CONFEDERADAS										
PRODUCTOS FINANCIEROS										
PORCENTAJES SOBRE BALANCE MEDIO										
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Del Crédito	6,47	6,07	5,31	5,10	5,44	5,65	6,04	6,35	6,55	6,86
De valores públicos	1,83	2,01	2,18	2,13	2,02	2,14	2,15	2,34	2,10	1,68
De valores privados	1,61	1,37	1,21	1,02	0,82	0,80	0,63	0,52	0,52	0,50
De entidades de crédito	1,07	0,82	1,04	1,30	1,27	0,93	1,12	1,48	1,55	1,48
Del Banco de España	0,38	1,07	1,11	0,91	0,97	0,77	0,55	0,42	0,37	0,32
Rectificaciones op. de cobertura y otros						0,00	0,00	0,00	0,01	0,20
TOTAL	11,36	11,34	10,85	10,45	10,52	10,28	10,50	11,11	11,11	11,04

En la estructura de los ingresos destaca también la importancia de los rendimientos obtenidos por los ingresos en valores públicos, motivados por las fuertes cantidades que debían subscribirse en deuda pública para cubrir los coeficientes de inversión obligatoria vigentes en su momento. La sucesiva desaparición de estos coeficientes es lo que explica, en gran parte, el aumento del crédito comentado anteriormente.

Otro tanto cabría decir de los ingresos procedentes de las colocaciones en el Banco de España, cuyo origen se explica tanto por la cuantía como por la rentabilidad que hasta fechas cercanas tuvo el coeficiente de caja. Su reducción hasta el 3% actual, explica los 0,32 puntos obtenidos en relación con el balance medio.

De la comparación con la Banca para los últimos siete años, Cuadro 6, se deduce que aunque la postura de las Cajas fue superior en 1986, en el resto de los años se observa el fenómeno contrario alcanzando el grado máximo de diferencia en 1990 con 1,2 puntos, siendo la diferencia en el pasado ejercicio de tan sólo 0,34 puntos.

CUADRO NUM. 6

DIFERENCIAS (Cajas - Banca)	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Del Crédito	-1,00	-0,94	-0,91	-0,91	1,20	-0,61	0,15
De Cartera de Valores	1,26	1,02	1,27	1,21	1,13	0,78	0,57
De Entidades de Crédito	-0,57	-0,75	-0,79	-1,11	-1,07	-0,83	-0,94
Del Banco de España	0,39	0,32	0,19	0,02	0,04	0,09	0,11
Rectificaciones op. de cobertura y otros	-0,04	-0,04	-0,01	-0,04	-0,10	-0,22	-0,22
TOTAL	0,04	-0,40	-0,25	-0,82	-1,20	-0,78	-0,34

En definitiva, puede afirmarse que la diferencia existente en los ingresos por productos financieros entre bancos y Cajas ha sido más ventajosa para los primeros, si bien esta diferencia se ha ido atenuando con el paso del tiempo, estando en el momento actual ambas entidades prácticamente equiparadas, aunque en la estructura de esta rúbrica las Cajas aventajan a la Banca en los productos procedentes de la cartera de valores, las colocaciones en el Banco de España y en el último año los productos de las operaciones crediticias.

III.2.- Costes financieros.- Se presentan en el Cuadro 7 los datos de los costes financieros para las Cajas durante los diez años que se vienen considerando, utilizando para su análisis la misma metodología empleada con los productos financieros.

El nivel global de éstos se acerca a los siete puntos durante los dos últimos años, y al igual que ocurría con los ingresos, sus oscilaciones apenas sobrepasan punto y medio. Si se considera la estructura de los costes se observa, como es obvio, que estas entidades se financian mayormente con recursos ajenos provenientes de los depósitos.

La comparación de los costes financieros entre las Cajas y la Banca, revela igualmente la circunstancia de un menor de costes en las Cajas. Si bien en los últimos años esta ventaja de las Cajas ha ido descendiendo, aunque al fin del 92 la diferencia está algo por encima del punto.

CUADRO NUM. 7

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS										
COSTES FINANCIEROS										
PORCENTAJES SOBRE BALANCE MEDIO										
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
De depósitos	5,16	4,91	4,91	4,22	4,16	4,08	3,82	4,04	4,41	4,54
De cesión temporal de activos		0,13	0,20	0,25	0,24	0,54	1,12	1,58	1,40	1,24
De empréstitos y otros valor. negoc.	0,27	0,40	0,52	0,69	0,60	0,47	0,37	0,29	0,22	0,21
De entidades de crédito	0,41	0,67	0,39	0,33	0,28	0,26	0,38	0,49	0,55	0,48
Del Banco de España	0,05	0,06	0,03	0,06	0,06	0,03	0,20	0,26	0,21	0,20
Rectificaciones op. de cobertura y otros				0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,09
Coste imputado fdo. pensiones interno									0,14	0,17
TOTAL	5,90	6,16	6,04	5,56	5,34	5,39	5,90	6,68	6,96	6,92

III.3.- Margen de intermediación.

El margen de intermediación viene expresado, pues, por la diferencia entre los ingresos financieros y los costes financieros. En el caso de las Cajas esta margen es superior a los cuatro puntos sobre balance medio según se contempla en el Cuadro 8.

Se observa con más claridad en el Gráfico 5, que este margen viene descendiendo desde 1987, algo más de un punto de pérdida en los últimos cinco años. Con todo, este margen es superior al obtenido por los bancos y la diferencia que se venía estrechando desde 1987 ha aumentado en 1992 hasta casi tres cuartos de punto.

CUADRO NUM. 8

MARGEN DE INTERMEDIACION										
Porcentajes sobre Balance medio										
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Cajas de Ahorro Confederadas	5,46	5,18	4,80	4,89	5,17	4,89	4,59	4,42	4,15	4,12
Banca				3,91	4,00	4,17	4,05	4,00	3,79	3,39
Diferencias (Caja - Banca)				0,99	1,17	0,72	0,55	0,42	0,36	0,73

IV.- Ingresos por servicios.

Las entidades financieras españolas conceden cada día más importancia al cobro de los servicios, a fin de hacer frente al estrechamiento del margen de intermediación contemplado en el apartado anterior. Según se desprende de la lectura del Cuadro 9 no es éste un capítulo del que las Cajas estén generando un volumen importante de ingresos, puesto que estos ingresos representan sólo 0,44 puntos en relación con los activos totales medios al final de 1992.

La escasa contribución del cobro de los servicios a los ingresos del ejercicio revela en primer lugar la postura adoptada por las Cajas de no trasladar a sus clientes el coste generado por servicios relacionados con sus imposiciones, soportando la misma Cajas su coste.

Es lógico pensar que esta postura irá cambiando paulatinamente en el futuro; las Cajas no tendrán más remedio que cobrar los servicios que en este momento prestan gratuitamente o cobran a un precio muy bajo. La competencia tanto de la Banca como los usos implantados en los mercados internacionales es la que está marcando la pauta en este terreno.

CUADRO NUM. 9

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS OTROS PRODUCTOS ORDINARIOS										
PORCENTAJES SOBRE BALANCE MEDIO										
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Servicios de cobro y pago (neto)	0,07	0,07	0,06	0,07	0,08	0,09	0,10	0,12	0,24	0,29
Otras comisiones (neto)	0,09	0,11	0,13	0,11	0,10	0,10	0,09	0,09	0,06	0,11
Operaciones en moneda extranjera (neto)	0,05	0,04	0,05	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04
Otras operaciones financieras (neto)						0,02	-0,01	0,01	0,00	0,00
TOTAL	0,21	0,22	0,24	0,22	0,22	0,24	0,22	0,25	0,33	0,44

V.- Los gastos de explotación.- Los gastos de explotación que aparecen en el Gráfico 6, están igualmente expresados en términos de balance medio. Se considera únicamente el espacio temporal comprendido entre 1986 y 1992, ya que los diversos cambios en las normas contables dictados por el Banco de España, y los procesos de fusiones entre Cajas acaecidos durante los últimos años, hacen poco significativo, cualquier análisis anterior.

Este Gráfico tiene diversas lecturas como es patente. En primer lugar, en lo que se refiere a las Cajas individualmente consideradas, se aprecia una tendencia decreciente de los gastos de explotación, interrumpida únicamente en 1988, debido a las dotaciones que hubieron de realizarse aquel año a los fondos de pensiones del personal al servicio de las Cajas.

Por otro lado, la comparación con la Banca deja claro que si bien las Cajas se han ido acercando a su más inmediato rival, no tienen todavía su nivel de gastos de explotación. Este mayor nivel de los gastos de explotación de las Cajas en comparación con la Banca, es también el reflejo de las diferentes líneas de negocio que mantiene estas entidades, ya que las Cajas se centran básicamente en el negocio al por menor, lo cual exige mayores costes unitarios, mientras que la Banca privada, en términos generales, se ha centrado más en negocios al por mayor.

VI.- Rentabilidad sobre activos totales y sobre recursos propios.

Posiblemente el factor que define con más nitidez la situación de una entidad en el mercado y califique la gestión de la misma es su rentabilidad sobre los activos totales y los recursos propios empleados en el ejercicio de su actividad.

VI.1.- Rentabilidad sobre activos totales.- En el Cuadro 10 y Gráfico 7 se muestra la evolución de los resultados antes de impuestos conseguidos por las Cajas y Banca. Se observan, evidentemente, unos dientes de sierra en los resultados de las Cajas, si bien la brusca caída del año 1988 se debió a la dotación del Fondo de Pensiones anteriormente aludida.

CUADRO NUM. 10

BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS										
Porcentajes sobre Balance medio										
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Cajas de Ahorro Confederadas	1,04	1,03	1,04	0,93	1,31	0,76	1,10	0,96	1,09	1,05
Banca				0,86	1,04	1,36	1,58	1,55	1,48	1,11
Diferencias (Caja - Banca)				0,07	0,27	-0,60	-0,48	-0,59	-0,39	-0,06

CUADRO NUM. 11

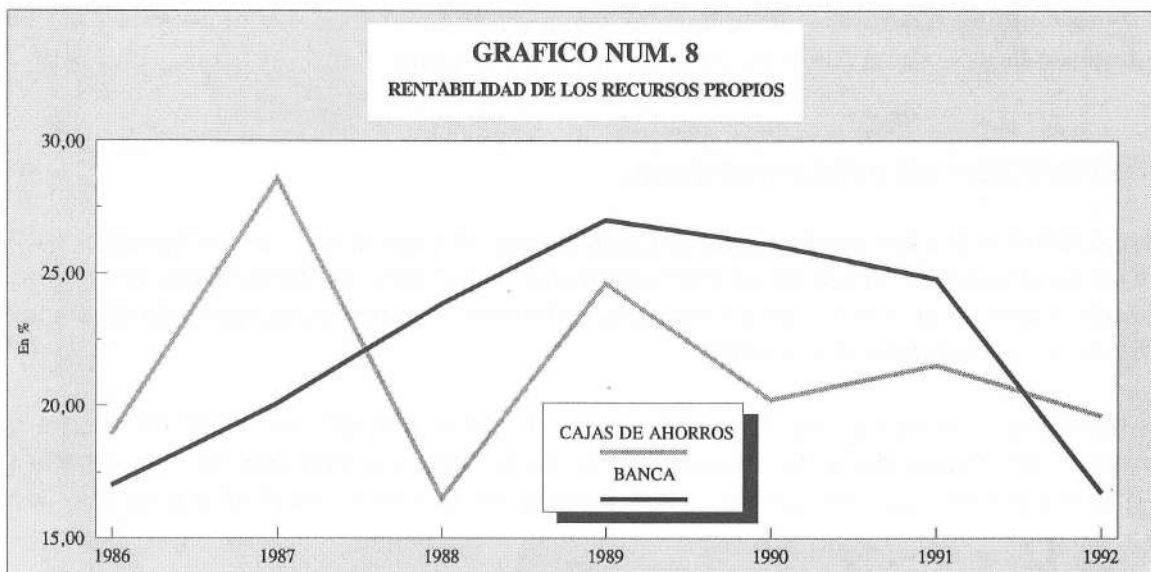
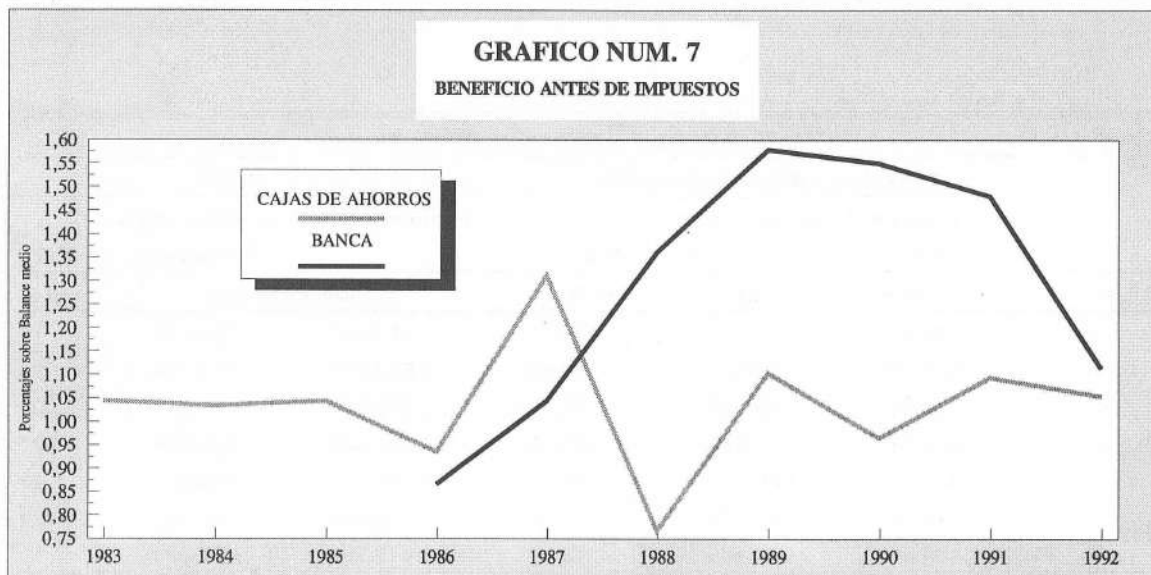
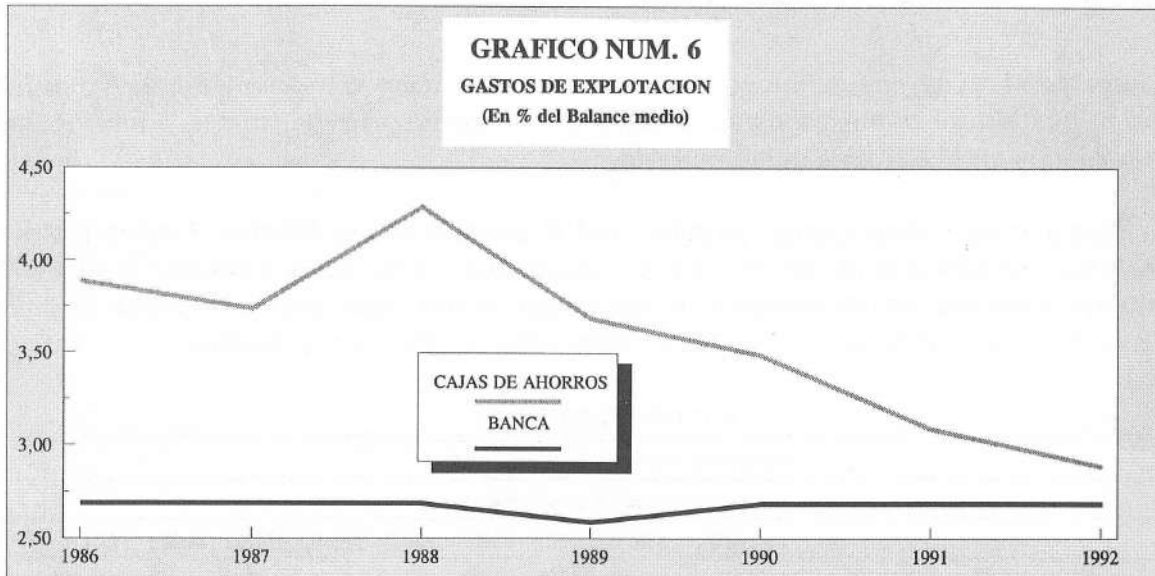
RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS						
Años	Cajas de Ahorros Confederadas			Banca		
	Recursos propios	Beneficios antes de impuestos	R O E	Recursos propios	Beneficios antes de impuestos	R O E
	en millones de ptas.		en %	en millones de ptas.		en %
1986	588.927	111.698	18,97	1.388.237	236.728	17,05
1987	626.151	179.342	28,64	1.552.915	312.504	20,12
1988	739.462	122.391	16,55	1.938.509	463.347	32,90
1989	858.457	211.856	24,68	2.296.804	621.915	27,08
1990	1.027.002	208.157	20,27	2.562.070	669.721	26,14
1991	1.240.340	267.476	21,56	2.919.655	724.987	24,83
1992	1.436.618	282.409	19,66	33.475.307	582.293	16,76

La comparación con la Banca, salvo en el año 1987 en que las Cajas fueron superiores, muestra unos mejores resultados en la Banca, aunque la brecha tendió a cerrarse en el último ejercicio cuando la diferencia fue sólo de 6 centésimas de punto.

VI.2.- Rentabilidad sobre recursos propios.

La rentabilidad sobre los recursos propios aparece en el Cuadro 11 y se refleja en el Gráfico 8 para un mejor análisis. El primer comentario a realizar es que estas rentabilidades se encuentran en una banda bastante alta tanto para Cajas como Bancos, con la misma pauta de oscilaciones que aparecen en la rentabilidad del activo.

La rentabilidad más alta de las Cajas fue alcanzada en el año 87 con el 28,64% para caer posteriormente por debajo de la Banca, excepto el último año, que con una tasa de rentabilidad del 19,66%, supera en casi tres puntos a la alcanzada por la Banca ese mismo año, que llegó a 16,76%.



VII.- Volumen de recursos propios y coeficiente de solvencia.

Quizá el último factor a considerar para calibrar la situación de una entidad financiera es su volumen de recursos propios, ya que éste es el que le permite desarrollar su actividad crediticia. Compete a la autoridad monetaria señalar un volumen de recursos determinado, denominado coeficiente de solvencia, para dar seguridad a las Cajas y a sus clientes.

Ya se sabe que las Cajas de antigua fundación carecían de capital fundacional o tenía un capital exiguo. Así pues el volumen de recursos propios requerido por la autoridad monetaria se ha cumplido acumulando reservas año tras año, pues ésta era prácticamente la única vía que hasta tiempos recientes han tenido las Cajas para cumplir con el coeficiente de solvencia.

La normativa vigente difiere levemente de la que estuvo en vigor hasta el 31 de diciembre pasado. Aplicando el criterio de la antigua normativa, el coeficiente global medio para el sector de Cajas era de 8,14%, un porcentaje superior en tres puntos al mínimo exigido en la antigua normativa.

En el Cuadro 12 aparece el coeficiente de solvencia desglosado por entidades, donde se aprecia que seis entidades tenían un coeficiente comprendido entre el mínimo y el 6%; 14 más se situaban entre el 6 y el 7%; otras alcanzaban una ratio situado entre el 7 y el 8%; nueva Cajas pasaban del 8% y trece Cajas superaban el 9%. Puede pues concluirse que la situación al final del año 1992 era de generalizado cumplimiento.

Si el criterio de solvencia se contempla según la normativa actual aprobada por la Ley 13/1992, de 1 de junio de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, en ese caso el coeficiente de solvencia para el conjunto de las Cajas sería algo mayor que el 12%, lo que indica que con la nueva normativa la situación de las Cajas es todavía más holgada.

CUADRO NUM. 12

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS		
COEFICIENTE DE RECURSOS PROPIOS		
(considerando la distribución a reservas)		
Diciembre de 1992		
<i>Recursos Propios Totales = 2.004.657 millones de pesetas.</i>		
<i>Coefficiente Global medio = 8,14%.</i>		
Estructura		
Tramo	Número de Cajas	Peso Específico (%)
Entre 5 y 6 por 100	6	3,08
Entre 6 y 7 por 100	14	16,30
Entre 7 y 8 por 100	11	33,52
Entre 8 y 9 por 100	9	15,43
Mayor que 9 por 100	13	31,67
Total	53	100,00

Conclusiones

La crisis económica alumbrada en el 92 ha tenido un reflejo en el entorno financiero del mismo año y éste no ha sido el más propicio para la banca minorista que es donde se debe encuadrar a las Cajas de Ahorro españolas. Ante la hostilidad de este escenario las Cajas han resistido mejor que el resto de sus competidores, incluso han experimentado mejoras en determinados ámbitos de su actuación.

En cuanto a los diversos parámetros analizados que delimitan la situación de las Cajas se puede decir en relación a la,

a) Cuota mercado que,

1.- Gestionan las Cajas es elevada y creciente. Si sólo se computan los **recursos ajenos**, su cuota alcanza el 42,1%. A ese nivel se llega partiendo del tercio aproximado del sistema crediticio español que representaban en 1985.

2.- Si se considera el activo, es decir, la cuota de las Cajas en la **inversión**, ésta alcanza un 31,6% en 1992, algo menor que el pasivo debido a la tradicional posición de las Cajas como colocadoras en el mercado interbancario para poder hacer frente a sus necesidades de liquidez en épocas que soportaban unos coeficientes de inversión obligatorios.

b) Por lo que se refiere al **margen de intermediación**, se pueden entresacar las siguientes conclusiones,

3.- Sus **productos financieros** supusieron un 11,04% sobre el balance medio en 1992. Porcentaje mantenido de un modo estable a lo largo del decenio analizado, pues la diferencia entre los años extremos apenas sobrepasó un punto porcentual.

4.- Si se compara este margen de intermediación con el conseguido por la Banca resulta que fue superior en 1986 y 1992 habiendo presentado desfases negativos en el período comprendido entre esos dos años.

5.- Sus **costes financieros** suponen un 6,92 sobre el balance medio, algo más que hace tres años. Este nivel de costes financieros es todavía un punto más bajo del conseguido por la Banca

6.- De los ingresos y costes financieros resulta un **margen de intermediación** superior a cuatro puntos sobre el balance medio, aunque ha tenido una pauta decreciente en los últimos años. Dicho margen es aún superior en casi tres puntos al conseguido por los bancos.

c.- El **cobro por servicios** es un complemento que debe contribuir a los ingresos ordinarios de cualquier entidad de crédito y constituirá un terreno en el que tienen que avanzar las Cajas.

7.- La proporción que suponen estos ingresos por otros servicios es más bien escasa. Esto es consecuencia de no haber trasladado a los clientes el coste de los servicios prestados.

d.- **Los gastos de explotación** han mostrado una tendencia decreciente, pero las Cajas están en condiciones de mejorar todavía dichos gastos.

e.-Es muy importante considerar la **rentabilidad alcanzada sobre el activo y los recursos propios**.

8.- La **rentabilidad sobre los activos medios totales** antes de impuestos de las Cajas españolas fue 1,05% en 1992. Este porcentaje fue inferior en seis centésimas al conseguido en el mismo ejercicio por los Bancos.

9.- En cuanto a la **rentabilidad de los recursos propios** ésta es casi tres puntos más elevada en las Cajas que en la Banca en el ejercicio del 92, situándose en un 19,66%.

f.- Por último, sobre el **volumen de recursos propios y coeficiente de solvencia** se puede apreciar el esfuerzo realizado por las Cajas al partir de una base de recursos propios reducida. Para ello han tenido que acumular reservas a los largo de varios ejercicios.

10.- El volumen de recursos propios y de solvencia es superior al exigido por la normativa vigente.

11.- La conclusión final es que la situación de las Cajas de Ahorro al final del 92, sin dejar llevar por optimismos puede calificarse de satisfactoria y superior en términos generales de indicadores a los conseguidos por la Banca. Esta situación se ha alcanzado en un entorno difícil, lo cual revela la existencia de una estrategia cuidadosamente diseñada y la calidad de la gestión de cada una de las entidades.

LA CUENTA DE RESULTADOS DE LOS BANCOS Y LAS CAJAS DE AHORROS

Rafael Termes

Se dice que el ejercicio de 1992 fue muy malo para la banca española ya que, por primera vez en muchos años, sus resultados fueron peores -y muy peores- que los del año anterior. Esto es verdad, pero no es toda la verdad si los resultados de la banca se miden de forma adecuada. Quiero decir que los beneficios de la banca en cifras absolutas han sido, prácticamente siempre, crecientes año a año; por lo tanto, si alguna vez no es así, constituye un hecho a señalar. Pero, que los beneficios hayan sido crecientes, no significa que hayan sido mejores cada año.

La evolución de los resultados desde 1970 a 1992.

Si nos remontamos al año 1970, observaremos (cuadro núm. 1) que, efectivamente, los beneficios de la banca antes de impuestos, según datos publicados por el Banco de España, han pasado de 18 mil millones de pesetas en 1970 a 725 mil millones en 1991, en forma creciente año a año, salvo en dos ocasiones: 1978, cuando se produjo una caída del 1,5 por ciento y 1982, año en que el descenso fue del 6,7 por ciento. En 1992 el beneficio ha experimentado un descenso del 19,4 por ciento, quedando en 584 mil millones, lo que significa un retroceso de cuatro años, ya que este resultado es inferior a los de 1991, 1990 y 1989, superando sólo el de 1988. Luego, es cierto que 1992 ha sido el año en que el beneficio de la banca, medido en cifras absolutas, ha experimentado el más fuerte deterioro, tanto en cifras absolutas, como en porcentaje del alcanzado en el ejercicio anterior.

Pero, para llegar a conclusiones válidas, hay que ver las cosas más a fondo. La evolución del beneficio de la banca, a lo largo de los últimos 23 años significa un crecimiento anual medio del 17,1 por ciento. Esto no es ninguna maravilla si se tiene en cuenta que, en el mismo período, el PIB, a precios de mercado, ha crecido, en términos nominales, un 15,1 por ciento anual compuesto, al tiempo que la inflación, medida por el IPC, ha crecido un 11,6 por ciento anual medio, lo que implica un crecimiento medio del PIB real del 3,1 por ciento anual. El crecimiento nominal del producto se ha visto reflejado en el crecimiento de los activos totales medios de la banca (ATM) que, pasando de 1.461 miles de millones en 1970 a 52.570 miles de millones en 1992, ha sido del 17,7 por ciento anual. Si este crecimiento nominal se deflaciona con el IPC, el crecimiento real de los recursos puestos en juego por la banca para lograr el beneficio -que esto son los ATM- ha sido del 5,5 por ciento. Deflacionado de la misma forma el crecimiento nominal del beneficio, se observa que el aumento anual medio, en términos reales, ha sido del 4,9 por ciento. Por lo tanto, tanto en términos nominales como en términos reales, entre 1970 y 1992, el crecimiento del beneficio de la banca ha sido inferior al crecimiento de los ATM, lo cual significa que, entre principio y fin del período, ha debido de deteriorarse la rentabilidad, medida por la relación entre el beneficio antes de impuestos y los ATM, como así efectivamente ha sucedido, al pasar del 1,21 por ciento de 1970 al 1,11 por ciento en 1992.

La conclusión es que la manera correcta de analizar la evolución de los resultados de la banca no consiste en comparar los beneficios absolutos, sino el porcentaje que los mismos representan

sobre los ATM, ya que de esta forma, aunque manejemos pesetas corrientes, tanto en el numerador como en el denominador, queda automáticamente corregido el efecto de la inflación. La serie de estos porcentajes que aparece en la última línea del cuadro núm. 1, permite afirmar, en primer lugar, que en los 23 años contemplados, el beneficio de la banca, en tanto por ciento de los ATM, ha sido notablemente volátil, con una media de 1,06%, una desviación típica de 0,3 y dos máximos -1,30% en 1973 y 1,58% en 1989- que enmarcan el mínimo -0,57%- que se produjo en 1982. La segunda conclusión que se saca de la observación de la serie es que, cuando los beneficios se expresan en tanto por ciento de los ATM, 1992 es el tercer año en la línea del deterioro iniciado a partir de 1989. Lo cual lleva a afirmar que la banca española no es que, en su conjunto, haya tenido un año malo en el ejercicio de 1992 sino que lleva tres años de resultados peores que el año anterior; coincidiendo este continuado deterioro con la preocupante situación que aflige al país desde que, a raíz de la huelga general de diciembre de 1988, se inicia el período de desconcierto en las políticas económica, fiscal y monetaria.

Parecido análisis puede hacerse con los resultados de las cajas de ahorros aunque la serie que utilizamos se remonta sólo a 1978, ya que los datos facilitados por el Banco de España no cubren los años anteriores. En lo que se refiere al resultado final, el cuadro núm. 2 permite afirmar que los beneficios de la actividad bancaria de las cajas, en tanto por ciento de los ATM, han sido, en los 15 años considerados, más estables que los de la banca, ya que presentan una media de 1,01%, con una desviación típica de 0,12, y un máximo de 1,34% (1979) y un mínimo de 0,75% (1980). Para los mismos 15 años las cifras correspondientes de la banca son: media 0,94%; desviación 0,35; máximo, 1,58%; mínimo 0,57%

La comparación entre cajas y bancos se pone de relieve en el gráfico núm. 1 en el que se ve que, partiendo en 1978 de prácticamente idénticos resultados -0,87%, 0,88%-, los bancos por un camino muy sinuoso y las cajas por un camino más rectilíneo llegan a parecidos resultados -1,11%, 1,05%- en 1992, con una media ligeramente mejor en las cajas.

Las afirmaciones anteriores conviene, sin embargo, matizarlas, señalando que las series de datos ofrecidos no son totalmente homogéneas, entre otras cosas, porque los resultados de los años recientes son más reales que los de los más antiguos, en la medida que las exigencias del Banco de España, en lo que se refiere a dotaciones, tanto para saneamiento de crédito como para la cobertura de fondos de pensiones, se han ido haciendo más rigurosas con el paso del tiempo. Por otra parte, la nueva circular 4/1991 del Banco de España modifica algunas normas contables, sobre todo por lo que respecta a las comisiones, lo cual hace que ciertos aspectos, que sin embargo no afectan al resultado final, sean menos comparables con los respectivos epígrafes de ejercicios anteriores a 1992. De todas formas, las series presentadas responden a los resultados de bancos y cajas tal como en cada momento se vieron.

Las cuotas de mercado de bancos y cajas de ahorros.

Como es bien sabido, el sistema crediticio no se agota con el conjunto de bancos y cajas. A estas instituciones hay que añadir las cooperativas, las entidades de crédito de ámbito operativo limitado (ECAOL) y el crédito oficial. El cuadro núm. 3, que presenta el reparto del sistema entre instituciones, pone de manifiesto que bancos y cajas representan el 89% de los depósitos del sector privado y el 83% de la financiación a dicho sector. En este último aspecto, el 17% restante se reparte entre ECAOL (8,7%), crédito oficial (5,5%) y cooperativas (2,8%). En los ECAOL, cuadro núm. 4, casi el 50% del peso corresponde a las sociedades de arrendamiento financiero (leasing), que con las financieras y compañías de factoring completan el 80% de la

aportación de estas entidades a la financiación del sector privado, quedando todavía muy minoritario el papel de las sociedades de crédito hipotecario.

Visto el papel netamente preponderante que bancos y cajas desempeñan dentro de la actividad crediticia, parece razonable que el presente trabajo, en el marco de la competitividad en el sistema financiero, se ciña a la cuenta de resultados de bancos y cajas, no sin antes advertir que la distribución del mercado, entre ambas entidades, tanto de depósitos como de crédito, cuadro núm. 5, ha cambiado de manera notable, principalmente en los últimos ocho años. En lo que respecta a los depósitos, el reparto entre bancos y cajas, que era del 60/40 por ciento en 1985, ha pasado a ser del 51/49 por ciento al 31 de marzo de 1993. El gráfico núm. 2 refleja este drástico acercamiento de la cuota de depósitos de bancos y cajas que, separada por 20 puntos en 1985, se ha acercado a sólo 2 puntos de distancia en 1993. Menos espectacular es el cambio producido en las cuotas de crédito que pasan del 69/31 por ciento en 1985 al 62/38 por ciento en 1993. La distinta evolución de las cuotas de depósitos y de crédito concuerda con la posición prestamista de las cajas de ahorros en el mercado interbancario.

Resultados de bancos y cajas. Años 1989, 1990, 1991 y 1992.

Quedó antes sentado que, en los últimos tiempos, el deterioro de los resultados de la banca se ha producido a partir de 1989, después del período expansivo iniciado en 1985. Por ello, vamos a analizar la evolución de la cuenta de resultados de los bancos en los últimos 4 años, comparada con la de las cajas en el mismo período, a fin de intentar ver las causas de tal deterioro. La información utilizada procede de la publicada por el Banco de España y los cuadros que acompañan el estudio son de elaboración propia.

La presentación de la cascada de resultados, a partir de los productos financieros, en miles de millones de pesetas y en porcentaje de los ATM, responde a la práctica habitual, con la advertencia de que, a mi juicio, el saneamiento de crédito, es decir, la dotación a cobertura de morosos, dudosos y fallidos, hay que deducirla del margen financiero bruto, para obtener el neto, ya que tal dotación equivale a un menor rendimiento de la inversión crediticia en forma de prima de riesgo de insolvencia. De esta manera, la evolución del margen financiero neto refleja, en mi opinión, tanto el resultado de las políticas de precios activos y pasivos, como el resultado de las políticas de concesión de crédito, sea éste resultado imputable a la gestión o la coyuntura económica imperante.

Los restantes saneamientos y dotaciones (entre los que se hallan los correspondientes a fondos de pensiones y otros fondos específicos indeterminados y genéricos) se han incorporado a los gastos de explotación para obtener el resultado ordinario. De esta forma quedan como resultados extraordinarios o atípicos los derivados de la venta de valores e inmuebles, así como otros resultados, adeudos y abonos diversos.

La cascada termina en el resultado antes de impuestos -que es la diferencia entre los resultados de los bancos con beneficios y de los bancos con pérdidas- por considerar que el impuesto contabilizado por el conjunto de la banca es imputable sólo a los bancos que presentan beneficios. Deducirlo del beneficio antes de impuestos, para pretender hallar el porcentaje de beneficio neto sobre ATM y sobre fondos propios, conduciría a cifras distorsionadas.

Los resultados analizados corresponden al conjunto de bancos y al conjunto de cajas, con lo cual se obtiene una visión del comportamiento de ambos conjuntos. Pero, parece oportuno advertir que se trata de comportamientos medios y que, dentro de ellos, las diferencias entre

banco y banco, y entre caja y caja, son cada vez más notables, lo cual exigiría el análisis entidad a entidad, cosa que en este trabajo sólo podremos hacer, como haremos más adelante, de manera muy parcial.

Productos, Costes y Margen financiero neto.

Entre 1989 y 1992, el rendimiento de los activos de la banca, en tanto por ciento de los ATM, con altas y bajas intermedias (cuadro núm. 6), ha aumentado en 6 centésimas de punto, pasando de 11,32% a 11,38%. En cambio, los costes financieros han aumentado en 72 centésimas, con lo cual el margen financiero bruto se ha deteriorado en 66 centésimas, cayendo de 4,05% en 1989 a 3,39% en 1992. Pero a este deterioro hay que añadir el derivado del aumento de las dotaciones para saneamiento de crédito que han pasado del 0,41% en 1989 al 0,66% en 1992. Con ello, el margen financiero neto, que era del 3,64% en 1989, se reduce 91 centésimas, para quedar en 2,73% en 1992. Luego, es cierto, para el conjunto de la banca, el tan proclamado estrechamiento del margen; en cuatro años se ha reducido casi 1 punto porcentual, y 1 punto de estrechamiento, en pesetas de 1992, significa restar de los resultados más de medio billón de pesetas.

En los mismos años, 1989 a 1992, el rendimiento de los activos de las cajas (cuadro núm. 7) se ha mantenido siempre por debajo del de la banca, pero ha aumentado más -50 centésimas- pasando de 10,51% en 1989 a 11,01% en 1992. Por su lado, los costes financieros, menores en más de 1 punto a los de la banca, también han aumentado más -82 centésimas- pasando de 6,15% en 1989 a 6,97% en 1992. Lo mismo ha sucedido con los saneamientos que, empezando muy inferiores a los de la banca, han crecido mucho más, llegando a ser casi iguales -0,64% contra 0,66%- en 1992. En consecuencia, el margen financiero neto de las cajas también se ha deteriorado -18 centésimas- pero menos que el de la banca, quedando en 1992 en el 3,40% contra el 2,73% en los bancos. Por lo tanto, a este nivel de la cascada de resultados, las cajas se hallan en mejor situación que los bancos; su margen financiero neto, en tanto por ciento de los ATM, es 67 centésimas superior al de los bancos.

Los gráficos núms. 3 y 4 presentan el deterioro, en bancos y cajas, de este margen financiero neto, a consecuencia no sólo de la política de tipos activos y pasivos practicada por las instituciones, que ha estrechado la diferencia entre productos financieros y costes financieros, sino, además, de la necesidad de mayor saneamiento de crédito.

Rentabilidad de los activos y coste de los pasivos.

Los tipos de rendimiento y coste en bancos y cajas que acabamos de comentar son tipos globales, resultado de los distintos empleos rentables y no rentables, así como de las diferentes clases de recursos onerosos y no onerosos. En el cuadro núm. 8, para los bancos, y en el cuadro núm. 9 para las cajas, puede verse que el diferencial entre la rentabilidad de la inversión crediticia y el coste de los recursos de clientes parece muy alto. Este diferencial es lo que hace decir a algunos usuarios que la diferencia que media entre el precio al que las entidades de depósito toman el dinero y el precio al que lo prestan es excesiva. Pero el rendimiento medio ponderado del conjunto de empleos -formado por la inversión crediticia, las otras inversiones menos rentables y las inversiones no rentables- es notablemente menor. Por ejemplo, para la banca, en 1989, el rendimiento del 14,73% obtenido de la inversión crediticia desciende al 12,42% cuando se añaden los otros empleos menos rentables, y al 11,32% al considerar los no rentables. Fenómeno inverso sucede con el coste de los recursos: el precio de los depósitos de clientes se encarece al mezclarlos con los recursos interbancarios y otros de mayor coste; y, aunque la

presencia de un cierto porcentaje de pasivos no onerosos rebaja el coste final, la diferencia entre el rendimiento medio de los activos y el coste medio de los pasivos, una vez cargadas las dotaciones para insolvencias, se contrae a los 3 puntos porcentuales, más o menos, en que consiste el margen financiero neto que hemos analizado y que no tiene nada que ver con los 6 puntos y medio que, aparentemente, median entre "el precio al que los bancos toman el dinero y el precio al que lo prestan".

Deudores morosos.

La necesidad de mayores dotaciones para cubrir eventuales insolvencias que, como hemos visto, ha contribuido a estrechar el margen financiero, es consecuencia de la evolución de la morosidad de los acreditados que, a causa de la mala situación económica que atraviesa el país, en general, y las empresas, en particular, incumplen sus obligaciones. El cuadro núm. 10 presenta, en importes, tasas de aumento y porcentajes sobre el crédito otorgado, la evolución en bancos y cajas de la morosidad. Siendo éste un problema común a ambas clases de instituciones, tal vez sea mayor en las cajas que en los bancos, no tanto por el porcentaje sobre el crédito, sino más bien por la evolución del saldo que, en el primer trimestre de 1993, presenta un crecimiento, elevado al año, que, al revés de lo que sucede en banca, donde parece desacelerarse, diríase que en las cajas se mantiene. El gráfico núm. 5 ofrece una comparación de la evolución en bancos y cajas del porcentaje de morosos sobre el crédito otorgado.

Productos de servicios, Productos totales y Gastos de explotación.

Bajando en la cascada de resultados, al margen financiero neto hay que añadirle los productos de servicios para llegar a los productos totales. Nada impide referir los productos de servicios a los ATM para hallar el porcentaje, y así aparece en los cuadros núms. 6 y 7, donde se ve que, entre 1989 y 1992, estos porcentajes han aumentado en ambas instituciones, pasando de 0,69 a 0,90 en la banca y de 0,25 a 0,46 en las cajas. Puede afirmarse, pues, que el rendimiento de la prestación de servicios ha venido, en parte, a compensar el deterioro del margen financiero neto.

Sin embargo, los productos de servicios proceden de actividades distintas de aquéllas que suponen empleo de recursos y, por lo tanto, son independientes del nivel de ATM a que haya llegado la entidad. Puede aumentarse mucho la prestación de servicios sin aumentar el balance; es más, las entidades, bajo los efectos del proceso de desintermediación, gestionan, y gestionarán cada vez más, recursos de clientes que desaparecen del tradicional renglón de depósitos y que, colocados en activos financieros vendidos en firme por la entidad, fondos de inversión, planes de pensiones, seguros de vida, etc., no tienen cabida en el balance. El resultado de este cambio es que cada vez tiene menos sentido el porcentaje de los productos de servicios sobre ATM.

Las precedentes consideraciones son extensivas a los gastos de explotación, ya que las actividades que acabo de citar suponen gastos que no son referibles al aumento o disminución de los activos totales. De aquí que al llegar a este nivel de la cascada de resultados convenga cambiar el tratamiento, por lo menos en forma adicional, para, tomando los productos totales como base, pasar a contemplar, por un lado, el peso que, dentro de los mismos, tienen el margen financiero neto y los productos de servicios y, por otro lado, calcular la parte de los productos totales absorbida por los costes de transformación. Esto es lo que se ha hecho en los cuadros núms. 11 y 12 que presentan, a mi juicio, una manera adecuada de medir la eficiencia operativa de bancos y cajas.

Evolución de la eficiencia operativa.

Lo primero que se observa en el cuadro núm. 11, referido a los bancos, es que la composición de los productos netos totales ha variado sustancialmente entre 1989 y 1992. Hace cuatro años el margen financiero aportaba el 84 por ciento de los productos totales; en 1992 el peso se ha reducido al 75 por ciento. Correlativamente, el peso de los productos de servicios ha pasado del 16 al 25 por ciento. El fenómeno responde tanto al deterioro del margen financiero como al esfuerzo por aumentar los productos de servicios, poniendo de manifiesto una tendencia que previsiblemente continuará, en línea con lo que sucede en los sistemas financieros de los otros países de nuestro entorno.

Idéntica evolución ha tenido lugar en las cajas de ahorros, con la diferencia de que el peso de los productos de servicios en estas instituciones es muy inferior al que tienen en los bancos. Como se ve en el cuadro núm. 12, han pasado de sólo el 6 por ciento en 1989 al 12 por ciento en 1992, con lo cual, a pesar de haberse doblado el peso, que es un avance muy superior al logrado por los bancos, todavía la contribución de los servicios a los productos totales de las cajas queda en la mitad de la que tienen en la banca.

La segunda información aportada por los cuadros núms. 11 y 12 es la que resulta de poner en relación los costes operativos con los productos netos totales para ver qué parte de los mismos ha sido absorbida por los gastos de transformación. El resto constituirá el margen operativo neto. La evolución al alza o a la baja de este último porcentaje será, en mi opinión, el indicador más adecuado de la mejora o empeoramiento de la eficiencia del conjunto de las instituciones. Naturalmente, el mismo procedimiento extendido a cada una de las entidades que integran el conjunto servirá para determinar la eficiencia comparativa de las mismas, en forma, a mi entender, mucho más correcta que la que resulta de la comparación de los costes operativos en porcentaje de los ATM. Este porcentaje, en efecto, enmascara, por un lado, la productividad del gasto no relacionado con el intercambio de recursos y empleos y, por otro lado, ignora la naturaleza de los productos ofrecidos por cada institución que, pudiendo ser más costosos en mano de obra o gastos generales, pueden ser vendidos a más precio.

Ateniéndonos, por el momento, al conjunto de bancos y cajas, hay que admitir que entre 1989 y 1992, el margen neto operativo de los bancos se ha deteriorado muy sensiblemente pasando del 31 por ciento a menos del 24 por ciento. En las cajas, en cambio, el margen neto operativo ha mostrado una cierta tendencia al alza, pasando de casi el 18 por ciento en 1989 a cerca del 20 por ciento en 1992. Sin embargo, como se ve, la eficiencia de las cajas, medida por este indicador, queda todavía 4 puntos porcentuales por debajo de los de la banca. El gráfico núm. 6 muestra la evolución en ambas instituciones del margen neto operativo.

Margen. Rotación. Rentabilidad de los activos.

Si al margen neto operativo se le añaden los resultados extraordinarios en porcentaje de los productos netos totales llegamos al margen total que, para los bancos, cae desde el 36,6 por ciento en 1989 al 30,6 por ciento en 1992. Y, para las cajas, sube del 24,6 por ciento en 1989 al 27,1 por ciento en 1992, manteniéndose, al final del período, los mismos 4 puntos dichos por debajo de los bancos.

Si el **margen total**, que es resultado de dividir el beneficio antes de impuestos por los productos netos totales, *expresado en tanto por ciento*, se multiplica por la **rotación de los activos**, que es el resultado de dividir los productos totales por los ATM, *expresada en tanto por*

uno, se obtiene, evidentemente, la rentabilidad de los ATM, es decir el beneficio antes de impuestos expresado en tanto por ciento de los ATM. Este es el dato que aparece en los cuadros núms. 11 y 12, coincidiendo, naturalmente, con la serie que figura al pie de las cascadas de resultados de los cuadros núms. 6 y 7.

El procedimiento seguido en los cuadros núms. 11 y 12 pone de manifiesto que una determinada rentabilidad sobre ATM es el resultado conjunto del **margen** y la **rotación**, de forma que una misma rentabilidad puede obtenerse tanto con un mayor margen y una menor rotación como con un menor margen y una mayor rotación. Lo sucedido entre 1989 y 1992 nos dice que, en los bancos, se ha **deteriorado el margen**, como consecuencia de una peor relación entre productos y costes, al tiempo que **disminuía la rotación**, poniendo de manifiesto la menor productividad por unidad de activo puesto en juego. El producto de ambos indicadores no podía, pues, dar otro resultado que una serie de rentabilidades sobre los ATM con tendencia decreciente, pasando, como hemos reiteradamente visto, de 1,58 por ciento en 1989 a 1,11 por ciento en 1992.

En las cajas, aunque el **margen** ha evolucionado al alza, la **rotación** lo ha hecho a la baja, y el resultado final ha sido una serie de rentabilidades sobre los ATM más estable que en los bancos, con una ligera caída desde el 1,09 por ciento en 1989 al 1,05 por ciento en 1992.

Relación de solvencia. Rentabilidad de los fondos propios.

El último dato presentado en el cuadro núm. 12 y en el gráfico núm. 6 es la rentabilidad sobre recursos propios, como resultado de dividir la rentabilidad sobre ATM, *expresada en tanto por ciento*, por la solvencia, expresada por la relación entre recursos propios medios y los ATM *en tanto por uno*. De nuevo, se observa que con una misma rentabilidad sobre ATM puede obtenerse mayor o menor rentabilidad sobre recursos propios según la solvencia sea menor o mayor. Por lo que respecta a la banca, al efecto del descenso de la rentabilidad de los ATM se ha añadido el del aumento de la solvencia que, definida como queda dicho, ha pasado del 6,37 por ciento en 1989 al 7,25 por ciento en 1992. El resultado de ambos movimientos es que la rentabilidad sobre fondos propios, antes de impuestos, ha caído desde cerca del 25 por ciento en 1989 a poco más del 15 por ciento en 1992.

En las cajas, las cosas han sido distintas. Aunque la solvencia ha aumentado en línea paralela con lo sucedido en los bancos, la mayor estabilidad de la rentabilidad de los ATM hace que la rentabilidad de los fondos propios antes de impuestos, si bien se deteriora, pasando del 23,34 por ciento en 1989 al 19,34 por ciento en 1992, no lo hace tanto como en los bancos. De forma que la rentabilidad de los recursos propios de las cajas, que en 1989 era inferior a la de los bancos, en 1992 la supera, a consecuencia, desde luego, de su menor relación de solvencia. En efecto, las cajas, con una rentabilidad del 1,05 por ciento sobre activos y una relación de solvencia del 5,43 por ciento, amplían la rentabilidad de sus recursos propios hasta el 19,34 por ciento, mientras que los bancos con una rentabilidad sobre activos mayor -1,11 por ciento- pero con un coeficiente de solvencia del 7,25 por ciento- lo hacen sólo hasta 15,31 por ciento.

Comparación entre 1991 y 1992.

Entre 1991 y 1992, como ya hemos señalado, la evolución de bancos y cajas ha sido muy distinta. Conviene, pues, profundizar en la comparación entre ambos ejercicios, en los dos conjuntos de instituciones, sobre todo para intentar ver las causas de lo sucedido.

El cuadro núm. 13 supone una primera aproximación a este propósito y permite ver, primero, que el aumento de los ATM, que constituye un indicativo del dinamismo de las instituciones, ha sido en las cajas, 11,08%, mayor que en los bancos, 7,22%. De hecho, estos últimos apenas han superado el crecimiento nominal del PIB, que entre 1991 y 1992, ha sido del 7,07%. Siguiendo los distintos renglones de la cascada puede verse su variación y compararla con el crecimiento de los ATM. Baste decir que el margen financiero neto de los bancos ha disminuido casi un 10 por ciento mientras que el de las cajas aumentaba casi un 8%. El crecimiento de los productos de servicios ha sido espectacular en ambas instituciones: 37,24% en bancos y 73,61% en cajas, aunque, en cifras absolutas y, para lo que valga, en porcentaje de los ATM, la posición de las cajas queda muy por debajo de la de los bancos. Los gastos de explotación han crecido mucho más en las cajas -por encima del crecimiento de los ATM- que en los bancos, que los han aumentado menos que sus respectivos ATM. Los resultados ordinarios han descendido un 14% en los bancos y han aumentado cerca del 2,5% en las cajas. A consecuencia del distinto comportamiento de los resultados extraordinarios, que han bajado en los bancos y subido en las cajas, el resultado final antes de impuestos disminuye un 19,45 por ciento en los bancos y aumenta un 11,76 por ciento en las cajas.

Análisis causal de la variación del beneficio.

Intentemos ver ahora, mediante un análisis causal de las variaciones, porqué las cosas han sucedido así. Los cuadros núms. 14 y 15 sirven a tal fin. En ellos se pretende justificar la variación total, en cada uno de los renglones de la cascada de resultados, por la variación de tipos, la variación de la estructura de recursos y empleos, y la variación en el volumen de negocio.

Los cuadros exponen detalladamente porqué los bancos en 1992 han ganado 141 mil millones menos que en 1991 y las cajas han ganado 30 mil millones más. En realidad estos cuadros no tienen verdadero significado más que hasta el nivel del margen financiero neto. Si se continúan hasta el resultado antes de impuestos es para comprobar que, en términos de variación total, se llega al resultado conocido; pero el análisis causal de la variación en los productos de servicios y en los gastos generales, por las razones ya dichas, hay que aceptarlo con reservas. Lo que, en mi opinión, importa retener es que, en los bancos, si se hubieran mantenido los tipos y la estructura de 1991, el aumento de la actividad, es decir, el crecimiento, habría producido un aumento de 115 mil millones en el margen financiero neto. Pero lo que se ha perdido a consecuencia de las políticas de tipos activos y pasivos, acompañado de la pérdida debida a una peor estructura de recursos y empleos, ha sido muy superior, ocasionando una reducción en el margen de 153 mil millones. Esencialmente, la reducción en el margen debida a la reducción de los tipos activos ha sido superior a la aportación debida a la reducción de tipos pasivos, y el saldo neto negativo se ha comido, y mucho más, la aportación al resultado esperable del crecimiento. Este hecho parece poner en duda la bondad de las políticas de crecimiento basadas en guerras de precios. Ciertamente que los productos de servicios han aumentado, pero no lo suficiente para compensar la pérdida producida en el margen financiero neto. Lo cual, a su vez, significa, a mi entender, que las políticas de crecimiento que propician o toleran el estrechamiento del margen financiero deberían venir acompañadas de políticas muy expansivas en la prestación de servicios y en la tarificación de los mismos.

Las cajas de ahorros no se han substraído a los efectos de las políticas de precios que venimos analizando, pero en mucho menor medida que en los bancos, ya que del incremento del margen debido al aumento del negocio, 95 mil millones, tan sólo 18 mil millones han sido detraídos por la variación en rendimientos y costes. Esto ha sido consecuencia, en gran parte,

de una mejora en la estructura de recursos y empleos que, entre otras cosas, ha significado una reducción en los activos no rentables algo superior a la reducción en los pasivos no onerosos.

Los cuadros núms. 16 y 17 tienen por objeto aportar una información más detallada sobre la variación habida en los gastos de transformación y el principal interés de los mismos radica en el epígrafe "personal" donde se ha intentado desglosar la variación debida al aumento o disminución de la plantilla y la ocasionada por el aumento de la retribución per cápita. Como puede observarse, en banca la reducción del 1,57 por ciento en la plantilla habría producido, a igualdad de retribuciones, una reducción de 14 mil millones en los gastos de personal, pero el aumento del 9,66 por ciento en el coste per cápita ha ocasionado un aumento de 77 mil millones, con lo cual el aumento neto ha sido de 63 mil millones, lo que equivale al 7,92 por ciento sobre el año anterior. En las cajas ha habido aumentos tanto en el número medio de empleados (1,58%) como en el coste per cápita (8,76%), con un aumento total de 44 mil millones, que significa el 10,5% sobre 1991.

Desglose por agrupaciones bancarias.

El análisis realizado hasta aquí se basa en las cifras globales de bancos y cajas de ahorros. Los porcentajes que se obtienen son, por lo tanto, porcentajes medios y la verdad es que la dispersión alrededor de la media es fuerte, ya que las diferencias de entidad a entidad son grandes. No podemos en este trabajo ir al fondo de esta cuestión. Nos limitaremos a esbozarla en relación con la banca, aunque somos conscientes de que el hecho se produce también en las cajas de ahorros. El cuadro núm. 18 constituye un primer intento, presentando el desglose de resultados en cuatro agrupaciones bancarias significativas: los cinco grandes, los bancos españoles medianos y pequeños, los filiales de extranjeros y las sucursales de extranjeros. Sólo se han comparado las magnitudes más relevantes y siempre en porcentaje de los respectivos ATM. Como se ve, las desviaciones son notables. Al final de cuentas, en el resultado antes de impuestos, la media de 1,11% tiene un máximo del 1,39%, correspondiente a los medianos y pequeños y un mínimo del 0,29% para las sucursales de extranjeros. En productos totales, con una media del 3,63%, la mayor desviación se produce en las sucursales de extranjeros que, por lo general, son bancos sin red de oficinas. Su exiguo porcentaje -1,33- se explica, a pesar de ser el grupo que mayor rentabilidad obtiene en las inversiones (12,01%), por sus elevados costes financieros: 10,92% contra, en el otro extremo, el 7,56% de los cinco grandes. En contrapartida, sus costes de explotación son los más bajos, 1,14% contra una media del 2,77%, a consecuencia de la naturaleza de su implantación sin oficinas.

Resulta también interesante comparar los resultados de los cinco grandes con los de los bancos bajo control extranjero, porque éstos son los que, con red de oficinas, constituyen, en razón de la importancia de sus casas madres, la más directa competencia de la gran banca española. Fácilmente se observa que esta competencia, por el momento, en la media del grupo, no ha logrado resultados satisfactorios, puesto que, con gastos de explotación mayores -3,29% contra 2,87%- logran productos totales inferiores: 3,41% contra 3,89%. Con ello, el resultado antes de impuestos se sitúa en un decepcionante 0,51 por ciento de sus ATM, contra el 1,17 por ciento logrado por los cinco grandes. Cabe, desde luego, suponer que estos bancos se hallan todavía en fase de captación de mercado a expensas de la rentabilidad.

Los resultados de los cinco grandes.

De esta diferencia entre agrupaciones habría que descender a la desagregación entidad por entidad. Me limitaré a hacerlo con el grupo de los cinco grandes, partiendo de las cifras

consolidadas correspondientes al ejercicio de 1992, publicadas por los propios bancos. Con ellos se ha elaborado el cuadro núm. 19. *Aunque, a falta de información más desagregada, singularmente por lo que se refiere a la distinción entre ingresos y gastos ordinarios y extraordinarios, la atribución a uno u otro renglón de la cascada puede haber producido cifras que sean menos correctamente comparables al nivel del renglón correspondiente, no cabe duda de que en lo que se refiere al margen financiero neto, al resultado después de impuestos y a la rentabilidad sobre activos totales medios y sobre fondos propios medios los porcentajes son totalmente comparables y confirman las diferencias entre entidades a que me vengo refiriendo.*

Del cuadro núm. 19 se ha obtenido el cuadro núm. 20 y en él, tomando como base los productos netos totales, se calcula, por un lado, el peso que dentro de ellos tienen el margen financiero y los productos de servicios; y, por otro lado, al poner en relación los costes de transformación con los productos totales, se obtiene el margen neto operativo en porcentaje de los productos totales que, a mi juicio, es el indicador más adecuado para establecer la eficiencia comparativa de las entidades.

El cuadro continúa, a los puros efectos ilustrativos, hasta el cálculo del ROA final (Beneficio atribuible al Grupo/Activos totales medios) obtenido en este cuadro como producto del **margen por la rotación**; y también del ROE final (Beneficio atribuible al Grupo/Recursos propios medios), obtenido dividiendo el ROA por la relación de solvencia. Los porcentajes hallados de esta forma coinciden, naturalmente, con los que, en forma directa, se habían obtenido en la parte final del cuadro núm. 19.

Las previsiones para 1993.

Resulta todavía aventurado adelantar un juicio sobre los esperables resultados de bancos y cajas en 1993. Por lo que respecta a los bancos, los únicos datos oficiales, para el conjunto de las entidades, son los correspondientes al primer trimestre, publicados por el Consejo Superior Bancario. De ellos, convenientemente elaborados, se deduce que el beneficio del trimestre, en cifras absolutas, es prácticamente igual al del primer trimestre de 1992 pero notablemente superior al del cuarto trimestre del año pasado, a consecuencia, principalmente, de la menor dotación a saneamiento de crédito. Sin embargo, el saneamiento de crédito en el último trimestre de 1992, en razón sin duda del ajuste a las normas en vigor antes del cierre de las cuentas anuales, fue muy superior a la media de los tres primeros trimestres y, en mi opinión, no es descabellado suponer que en 1993 sucederá otro tanto.

En porcentaje de los ATM, la comparación del primer trimestre de 1993 con el año 1992 dice que, aun con este probable déficit de saneamiento de crédito, el margen financiero neto se deteriora. Añadidos los productos de servicios y deducidos los costes de transformación, el beneficio ordinario queda ligeramente por debajo del logrado en 1992. Solamente a consecuencia del mayor peso de los resultados extraordinarios, el beneficio antes de impuestos, en porcentaje de los ATM, elevado al año, resulta unas 20 centésimas superior al de 1992. Pero, es verosímil suponer que esta contribución de los resultados extraordinarios al beneficio final responde, en gran parte, a la recuperación de las dotaciones a los fondos de fluctuación de valores practicadas en 1992 y que, a consecuencia de la posterior subida de la Bolsa, quedaron disponibles en el primer trimestre de 1993.

Por todo ello, y teniendo en cuenta, además, que es muy probable que en los meses próximos se siga estrechando el margen financiero, pienso que sería razonable prever que los resultados de la banca en 1993, en porcentaje de los ATM, seguirán deteriorándose o, a lo sumo, se

mantendrán, salvo que se iniciara una reducción sensible en el saldo de deudores morosos, que permitiera la recuperación de provisiones efectuadas. Sin duda que esta última hipótesis está muy relacionada con la evolución de la coyuntura económica, cosa que, a su vez, dependerá en gran parte de las políticas puestas en juego por el nuevo gobierno pendiente de formación.

CUADRO NUM. 1

EVOLUCION DE LOS RESULTADOS DE LA BANCA

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
BENEF. ANTES IMPTOS. (M.M.)	18	21	28	38	46	54	65	68	67	76	84	104
PIB (M.M.)	2.660	2.996	3.506	4.208	5.141	6.036	7.248	9.195	11.251	13.158	15.209	16.989
IPC (Ø)	100,0	108,2	117,2	130,6	151,9	176,8	207,9	258,8	310,0	358,6	414,4	474,9
ATM (M.M.)	1.461	1.794	2.279	2.899	3.578	4.324	5.348	6.630	7.703	9.145	11.160	13.730
BENEF. ANTES IMPTOS. (%ATM)	1,21	1,18	1,22	1,30	1,29	1,26	1,22	1,03	0,87	0,83	0,75	0,76

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	Incremento Anual medio 1970-1992
BENEF. ANTES IMPTOS. (M.M.)	97	125	139	192	229	305	443	622	670	725	584	17,1%
PIB (M.M.)	19.567	22.532	25.520	28.201	32.324	36.144	40.159	45.006	50.125	54.791	58.667	15,1%
IPC (Ø)	543,3	609,0	677,8	737,4	802,3	844,0	884,5	944,6	1.007,9	1.067,4	1.130,4	11,6%
ATM (M.M.)	17.022	19.740	23.334	26.219	27.803	29.981	30.763	39.338	43.311	49.029	52.570	17,7%
BENEF. ANTES IMPTOS. (%ATM)	0,57	0,64	0,60	0,73	0,83	1,02	1,44	1,58	1,55	1,48	1,11	$\mu = 1,06$ $\sigma = 0,31$

Fuente: Banco de España, INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 2

EVOLUCION DE LOS RESULTADOS DE LAS CAJAS								
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
BENEF. ANTES IMPTOS. (M.M.)	28	37	45	53	62	81	95	117
PIB (M.M.)	11.251	13.158	15.209	16.989	19.567	22.532	25.520	28.201
IPC (Ø)	100,0	115,7	133,7	153,2	175,3	196,5	218,7	237,9
ATM (M.M.)	3.151	3.812	4.545	5.300	6.351	7.582	9.350	10.996
BENEF. ANTES IMPTOS. (% ATM)	0,88	0,96	0,99	1,00	0,98	1,07	1,01	1,06
								Incremento
								Anual Medio
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1978-1992
BENEF. ANTES IMPTOS. (M.M.)	118	182	111	199	212	255	285	18,0%
PIB (M.M.)	32.324	36.144	40.159	45.006	50.125	54.791	58.667	12,5%
IPC (Ø)	258,8	272,3	285,4	304,8	325,2	344,4	364,7	9,7%
ATM (M.M.)	12.269	13.623	14.896	18.237	21.478	24.560	27.282	16,7%
BENEF. ANTES IMPTOS. (% ATM)	0,96	1,34	0,75	1,09	0,99	1,04	1,05	$\mu = 1,01$ $\sigma = 0,12$

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 3

SISTEMA CREDITICIO - REPARTO POR INSTITUCIONES

31.3.1993

(Datos en miles de millones y porcentajes)

	Entidades de Depósito						Crédito Oficial
	Total	Banco de España		Cajas de		ECAOL	
		Bancos	Ahorros	Cooperativas			
Suma balance	112.827	13.362	54.222	30.225	2.661	4.782	7.575
	(100,0)	(11,8)	(48,1)	(26,8)	(2,4)	(4,2)	(6,7)
Depósitos sector privado	50.804	105	23.274	22.049	2.085	1.108	2.183
	(100,0)	(0,2)	(45,8)	(43,4)	(4,1)	(2,2)	(4,3)
Crédito y valores sector privado	45.822	29	23.751	14.257	1.271	3.994	2.520
	(100,0)	(0,1)	(51,8)	(31,1)	(2,8)	(8,7)	(5,5)

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 4

ENTIDADES DE CREDITO DE AMBITO OPERATIVO LIMITADO (ECAOL)

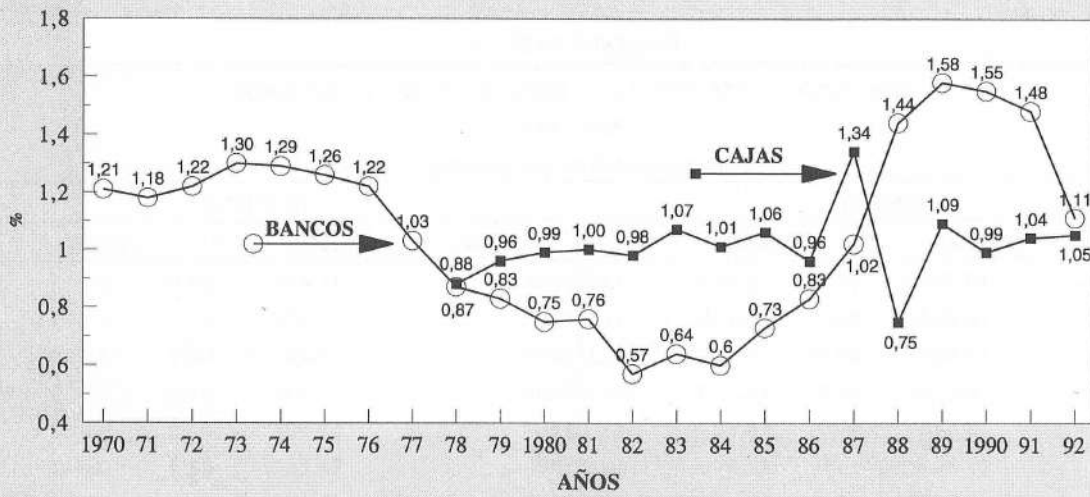
31.12.1992

(Datos en miles de millones y porcentajes)

	FINANCIERAS				
	TOTAL	S.M.M.M.	S.C.H.	LEASING	Y FACTORING
Crédito y valores sector privado	4.124	5	793	2.009	1.317
Reparto por instituciones	(100,0)	(0,1)	(19,2)	(48,7)	(32,0)
Participación en sistema crediticio	(8,9)	(0,0)	(1,7)	(4,3)	(2,9)

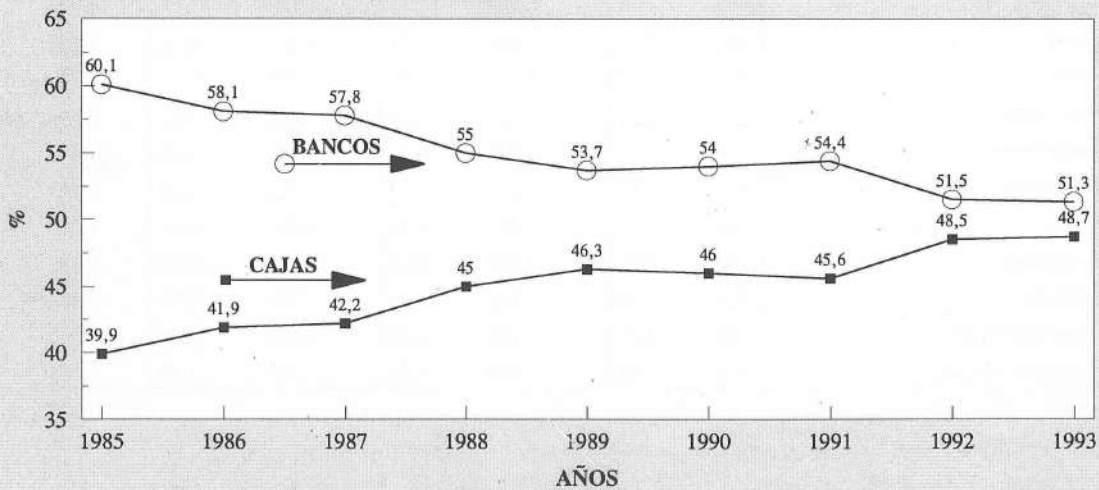
Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

GRAFICO NUM. 1
RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS TOTALES MEDIOS DE BANCOS Y CAJAS
 (Antes de impuestos)



Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

GRAFICO NUM. 2
EVOLUCION CUOTA MERCADO DEPOSITOS



Año 1993 referido al 31 de marzo.

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 5

EVOLUCION CUOTA MERCADO - BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

1985 - 1993

(Miles de millones de pesetas)

AÑOS	DEPOSITOS				AÑOS	CREDITOS			
	BANCOS	%	CAJAS	%		BANCOS	%	CAJAS	%
1985	13.797	60,1	9.157	39,9	1985	11.416	68,6	5.213	31,4
1986	14.904	58,1	10.749	41,9	1986	12.135	67,6	5.827	32,4
1987	16.856	57,8	12.297	42,2	1987	13.447	66,1	6.889	33,9
1988	18.024	55,0	14.728	45,0	1988	15.278	64,8	8.309	35,2
1989	19.540	53,7	16.881	46,3	1989	17.928	64,3	9.933	35,7
1990	21.559	54,0	18.348	46,0	1990	19.588	64,4	10.847	35,6
1991	23.559	54,4	19.774	45,6	1991	23.666	66,1	12.137	33,9
1992	23.200	51,5	21.807	48,5	1992	24.300	63,4	14.027	36,6
1993 ⁽¹⁾	23.274	51,3	22.049	48,7	1993 ⁽¹⁾	23.751	62,5	14.257	37,5

⁽¹⁾ 31.3.1993

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 6

CUENTA DE RESULTADOS TOTAL BANCA

	1989		1990		1991		1992	
	Miles M.	%	Miles M.	%	Miles M.	%	Miles M.	%
Activos totales medios (ATM)	39.338	100,00	43.311	100,00	49.029	100,00	52.570	100,00
Productos financieros	4.453	11,32	5.330	12,31	5.831	11,89	5.984	11,38
- Costes financieros	2.861	7,27	3.597	8,31	3.973	8,10	4.199	7,99
= Margen financiero	1.592	4,05	1.733	4,00	1.858	3,79	1.785	3,39
- Saneamiento de crédito	163	0,41	155	0,36	265	0,54	345	0,66
= Margen financiero neto	1.429	3,64	1.578	3,64	1.593	3,25	1.440	2,73
+ Productos de servicios	271	0,69	314	0,73	341	0,70	468	0,90
= Productos totales	1.700	4,33	1.892	4,37	1.934	3,95	1.908	3,63
- Gastos de explotación ⁽¹⁾	1.173	2,98	1.347	3,12	1.406	2,87	1.454	2,77
= Resultado ordinario	527	1,35	545	1,25	528	1,08	454	0,86
+ Resultados extraordinarios ⁽²⁾	95	0,23	125	0,30	197	0,40	130	0,25
= Resultado antes de impuestos	622	1,58	670	1,55	725	1,48	584	1,11

⁽¹⁾ Personal + Gastos Generales y Tributos + Amortizaciones + Otros saneamientos y dotaciones.

⁽²⁾ Venta de valores e inmuebles + Otros resultados extraordinarios + Otros adeudos y abonos.

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 7

CUENTA DE RESULTADOS TOTAL CAJAS DE AHORROS								
	1989		1990		1991		1992	
	Miles M.	%	Miles M.	%	Miles M.	%	Miles M.	%
Activos totales medios (ATM) . .	18.237	100,00	21.478	100,00	24.560	100,00	27.282	100,00
Productos financieros	1.917	10,51	2.382	11,09	2.731	11,12	3.004	11,01
- Costes financieros	<u>1.121</u>	<u>6,15</u>	<u>1.510</u>	<u>7,03</u>	<u>1.748</u>	<u>7,12</u>	<u>1.901</u>	<u>6,97</u>
= Margen financiero	796	4,36	872	4,06	983	4,00	1.103	4,04
- Saneamiento de crédito	<u>32</u>	<u>0,18</u>	<u>56</u>	<u>0,26</u>	<u>123</u>	<u>0,50</u>	<u>176</u>	<u>0,64</u>
= Margen financiero neto	764	4,18	816	3,80	860	3,50	927	3,40
+ Productos de servicios	<u>45</u>	<u>0,25</u>	<u>58</u>	<u>0,27</u>	<u>72</u>	<u>0,29</u>	<u>125</u>	<u>0,46</u>
= Productos totales	809	4,43	874	4,07	932	3,79	1.052	3,86
- Gastos de explotación ⁽¹⁾	<u>666</u>	<u>3,65</u>	<u>707</u>	<u>3,29</u>	<u>728</u>	<u>2,97</u>	<u>843</u>	<u>3,09</u>
= Resultado ordinario	143	0,78	167	0,78	204	0,82	209	0,77
+ Resultados extraordinarios ⁽²⁾ .	<u>56</u>	<u>0,31</u>	<u>45</u>	<u>0,21</u>	<u>51</u>	<u>0,22</u>	<u>76</u>	<u>0,28</u>
= Resultado antes de impuestos	199	1,09	212	0,99	255	1,04	285	1,05

⁽¹⁾ Personal + Gastos Generales y Tributos + Amortizaciones + Otros saneamientos y dotaciones.

⁽²⁾ Venta de valores e inmuebles + Otros resultados extraordinarios + Otros adeudos y abonos.

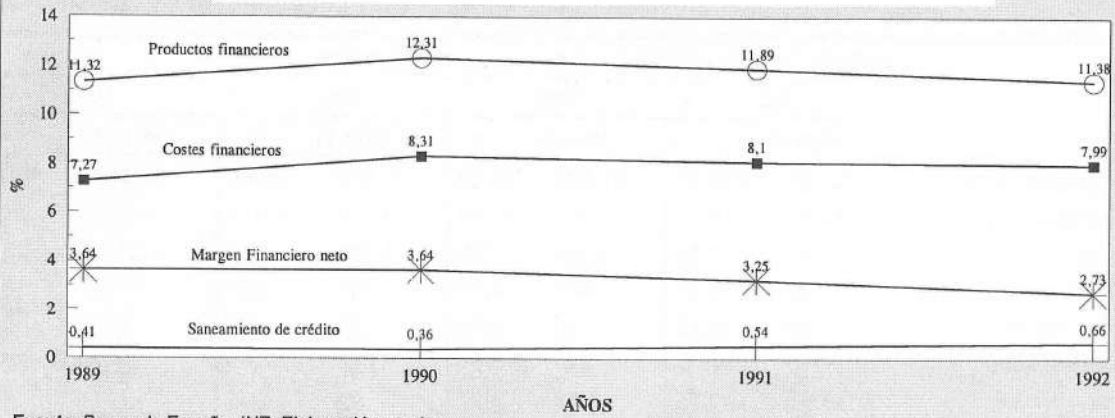
Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 8

EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS Y EL COSTE DE LOS PASIVOS. BANCOS									
	1989		1990		1991		1992		
	Peso	Tipo	Peso	Tipo	Peso	Tipo	Peso	Tipo	
Activos rentables	91,14	12,42	90,98	13,53	91,25	13,03	91,04	12,5	
Activos no rentables	8,86	-	9,02	-	8,75	-	8,96	-	
Total Activos	100,00	11,32	100,00	12,31	100,00	11,89	100,00	11,38	
Recursos onerosos	83,95	8,66	84,02	9,89	84,37	9,6	84,82	9,42	
Pasivos no onerosos	16,05	-	15,98	-	15,63	-	15,18	-	
Total Pasivos	100,00	7,27	100,00	8,31	100,00	8,10	100,00	7,99	
<i>Rent. inversiones crediticias</i>		<i>14,73</i>		<i>15,89</i>		<i>15,13</i>		<i>14,23</i>	
<i>Coste financiero no interbancario</i>		<i>7,24</i>		<i>8,47</i>		<i>8,32</i>		<i>7,82</i>	
Diferenciales									
<i>Inv. crediticias - Financ.no interb.</i>		<i>7,49</i>		<i>7,42</i>		<i>6,81</i>		<i>6,41</i>	
<i>Act. renta. - Recursos onerosos</i>		<i>3,76</i>		<i>3,64</i>		<i>3,43</i>		<i>3,08</i>	
Margen financiero bruto		4,05		4,00		3,79		3,39	

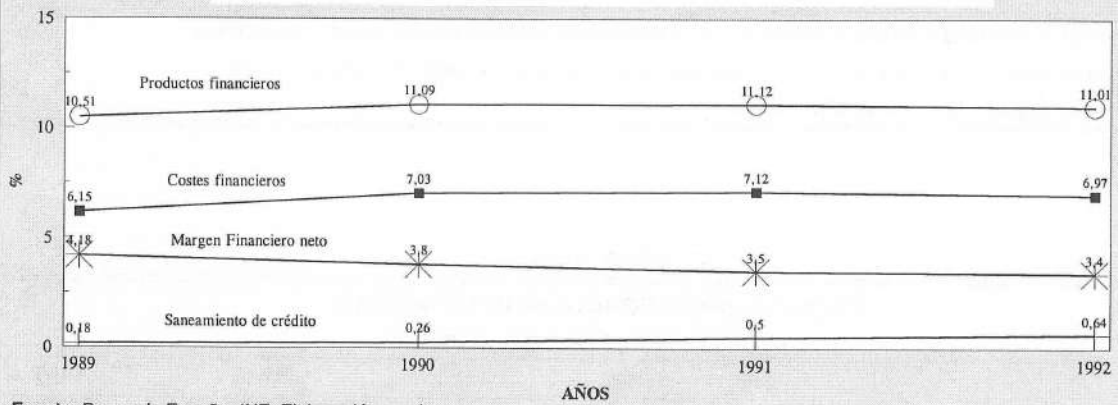
Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

GRAFICO NUM. 3
RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS TOTALES MEDIOS. TOTAL BANCOS



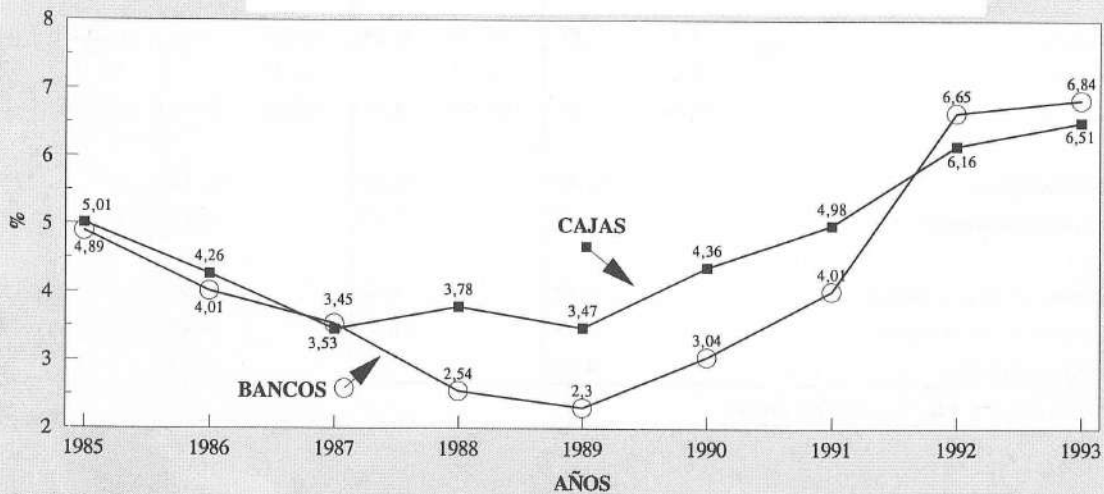
Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

GRAFICO NUM. 4
RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS TOTALES MEDIOS. TOTAL CAJAS



Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

GRAFICO NUM. 5
EVOLUCION DEUDORES MOROSOS SOBRE TOTAL CREDITO



Año 1993 referido al 31 de marzo.

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 9

EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS
Y EL COSTE DE LOS PASIVOS. CAJAS

	1989		1990		1991		1992	
	Peso	Tipo	Peso	Tipo	Peso	Tipo	Peso	Tipo
Activos rentables	86,79	12,11	86,78	12,78	87,01	12,78	87,87	12,53
Activos no rentables	13,21	-	13,22	-	12,99	-	12,13	-
Total Activos	100,00	10,51	100,00	11,09	100,00	11,12	100,00	11,01
Recursos onerosos	87,60	7,02	87,44	8,04	87,04	8,18	87,34	7,98
Pasivos no onerosos	12,40	-	12,56	-	12,96	-	12,66	-
Total Pasivos	100,00	6,15	100,00	7,03	100,00	7,12	100,00	6,97
<i>Rent. inversiones crediticias</i>		<i>14,05</i>		<i>14,52</i>		<i>14,57</i>		<i>13,85</i>
<i>Coste financiero no interbancario</i>		<i>6,44</i>		<i>7,40</i>		<i>7,70</i>		<i>7,51</i>
Diferenciales								
<i>Inv. crediticias - Financ.no interb.</i>		<i>7,61</i>		<i>7,12</i>		<i>6,87</i>		<i>6,34</i>
<i>Act. renta. - Recursos onerosos</i>		<i>5,09</i>		<i>4,74</i>		<i>4,60</i>		<i>4,55</i>
Margen financiero bruto		4,36		4,06		4,00		4,04

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 10

EVOLUCION DEUDORES MOROSOS

BANCOS				CAJAS			
Años	Miles Millones	Δ %	% Crédito	Años	Miles Millones	Δ %	% Crédito
1985	532	-	4,89	1985	255	-	5,01
1986	463	-12,97	4,01	1986	241	-5,49	4,26
1987	452	-2,38	3,53	1987	231	-4,15	3,45
1988	364	-19,47	2,54	1988	303	31,17	3,78
1989	387	6,32	2,30	1989	331	9,24	3,47
1990	560	44,70	3,04	1990	453	36,86	4,36
1991	881	57,32	4,01	1991	582	28,48	4,98
1992	1.438	63,22	6,65	1992	830	42,61	6,16
1993 ^(*)	1.505	19,98 ⁽¹⁾	6,84	1993 ^(*)	904	40,72 ⁽¹⁾	6,51

(*) 31.3.1993.

(1) Elevado al año.

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 11

EVOLUCION DE LA EFICIENCIA OPERATIVA. BANCOS				
Datos en % de los productos netos totales (salvo otra indicación)				
	1989	1990	1991	1992
Margen financiero neto	84,06	83,40	82,37	75,47
Otros productos netos	15,94	16,60	17,63	24,53
Productos netos totales	100,00	100,00	100,00	100,00
Costes operativos ⁽¹⁾	69,00	71,20	72,70	76,20
Margen neto operativo	31,00	28,80	27,30	23,80
Resultados extraordinarios	5,59	6,61	10,19	6,81
(a) Margen total ^(*)	36,59	35,41	37,49	30,61
(b) Rotación de los ATM (%)	4,32	4,37	3,94	3,63
(c) Rentabilidad de los ATM (ROA) (%) (a x b) ^(*)	1,58	1,55	1,48	1,11
(d) Recursos propios/ATM (solventia) (%)	6,37	6,62	6,76	7,25
Rentabilidad recursos propios (ROE) (%) (c + d) ^(*)	24,80	23,41	21,89	15,31

⁽¹⁾ Personal + Gastos Generales y Tributos + Amortizaciones + Otros saneamientos y dotaciones.

^(*) Antes de impuestos.

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 12

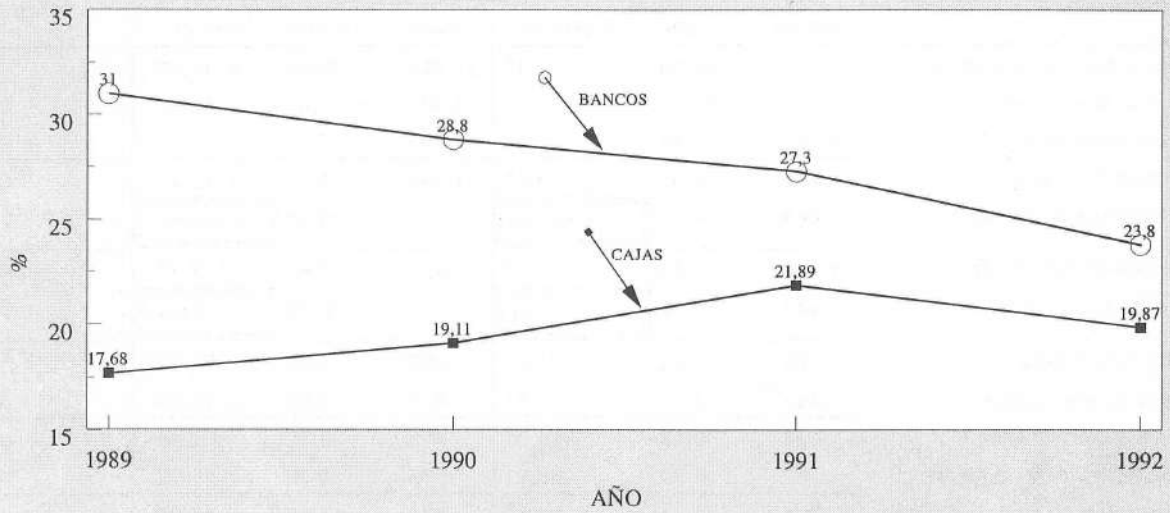
EVOLUCION DE LA EFICIENCIA OPERATIVA. CAJAS				
Datos en % de los productos netos totales (salvo otra indicación)				
	1989	1990	1991	1992
Margen financiero neto	94,44	93,36	92,27	88,12
Otros productos netos	5,56	6,64	7,73	11,88
Productos netos totales	100,00	100,00	100,00	100,00
Costes operativos ⁽¹⁾	82,32	80,89	78,11	80,13
Margen neto operativo	17,68	19,11	21,89	19,87
Resultados extraordinarios	6,92	5,15	5,44	7,22
(a) Margen total ^(*)	24,60	24,26	27,36	27,09
(b) Rotación de los ATM (%)	4,44	4,07	3,79	3,86
(c) Rentabilidad de los ATM (ROA) (%) (a x b) ^(*)	1,09	0,99	1,04	1,05
(d) Recursos propios/ATM (solventia) (%)	4,67	4,95	5,29	5,43
Rentabilidad recursos propios (ROE) (%) (c + d) ^(*)	23,34	20,00	19,66	19,34

⁽¹⁾ Personal + Gastos Generales y Tributos + Amortizaciones + Otros saneamientos y dotaciones.

^(*) Antes de impuestos.

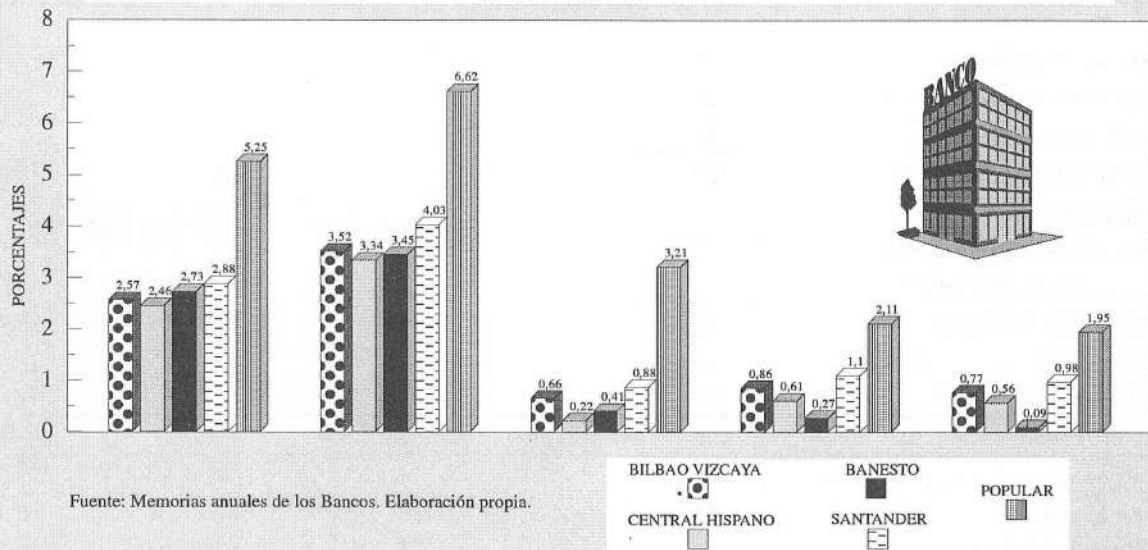
Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

GRAFICO NUM. 6
EVOLUCION DEL MARGEN NETO OPERATIVO



Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

GRAFICO NUM. 7
RESUMEN DE RESULTADOS CONSOLIDADOS CINCO GRANDES GRUPOS BANCARIOS
Año 1992
(% sobre A.T.M.)



Fuente: Memorias anuales de los Bancos. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 13

RESULTADOS 1992 - BANCOS Y CAJAS

	BANCOS			CAJAS			Diferencia bancos-cajas en % ATM (p.p.)
	Miles	% ATM	Variación con 1991 (%)	Miles	% ATM	Variación con 1991 (%)	
	Millones			Millones			
Activos totales medios (ATM)	52.570	100,00	+ 7,22	27.282	100,00	+ 11,08	--
Productos financieros	5.984	11,38	+ 2,63	3.004	11,01	+ 10,00	+ 0,37
- Costes financieros	4.199	7,99	+ 5,69	1.901	6,97	+ 8,75	+ 1,02
= Margen financiero	1.785	3,39	- 3,93	1.103	4,04	+ 12,21	- 0,65
- Saneamiento de crédito	345	0,66	+ 30,19	176	0,64	+ 43,09	+ 0,02
= Margen financiero neto	1.440	2,73	- 9,60	927	3,40	+ 7,79	- 0,67
+ Productos de servicios	468	0,90	+ 37,24	125	0,46	+ 73,61	+ 0,44
= Productos totales	1.908	3,63	- 1,34	1.052	3,86	+ 12,87	- 0,23
- Gastos de explotación	1.454	2,77	+ 3,41	843	3,09	+ 15,80	- 0,32
= Resultados ordinarios	454	0,86	- 14,01	209	0,77	+ 2,45	+ 0,09
+ Resultados extraordinarios	130	0,25	- 34,01	76	0,28	+ 49,02	- 0,03
= Resultados antes de impuestos	584	1,11	- 19,45	285	1,05	+ 11,76	+ 0,06

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 14

ANALISIS CAUSAL DE LA VARIACION DEL BENEFICIO ENTRE 1991 Y 1992. BANCOS

(Datos en miles de millones de pesetas)

VARIACION EN:	Por variación en tipos	Por variación en estructura de empleos y recursos	Por variación en volumen de negocio	Variación total
Productos financieros				
Inversión crediticia	-225			
Intermediarios financieros	20			
Cartera de valores	-48			
Total productos financieros	-253	-15	421	153
Costes financieros				
Depósitos y otros de clientes	136			
Intermediarios financieros ⁽¹⁾	-21			
Total costes financieros	115	-54	-287	-226
Margen financiero	-138	-69	134	-73
Saneamiento crédito	-61	-	-19	-80
Margen financiero neto	-199	-69	115	-153
Productos servicios	102	-	25	127
Productos totales	-97	-69	140	-26
Gastos de explotación	53	-	-101	-48
Resultado ordinario	-44	-69	39	-74
Resultado extraordinario	-81	-	14	-67
Resultado antes de impuestos	-125	-69	53	-141

⁽¹⁾ Incluye el coste imputado a los fondos de pensiones internos.

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 15

ANALISIS CAUSAL DE LA VARIACION DEL BENEFICIO ENTRE 1991 Y 1992. CAJAS

(Datos en miles de millones de pesetas)

VARIACION EN:	Por variación en tipos	Por variación en estructura de empleos y recursos	Por variación en volumen de negocio	Variación total
Productos financieros				
Inversión crediticia	-95			
Intermediarios financieros	-19			
Cartera de valores	18			
Total productos financieros	-96	66	303	273
Costes financieros				
Depósitos y otros de clientes	40			
Intermediarios financieros ^(*)	-10			
Total costes financieros	30	11	-194	-153
<i>Margen financiero</i>	<i>-66</i>	<i>77</i>	<i>109</i>	<i>120</i>
Saneamiento crédito	-39	-	-14	-53
Margen financiero neto	-105	77	95	67
Productos servicios	45	-	8	53
<i>Productos totales</i>	<i>-60</i>	<i>77</i>	<i>103</i>	<i>120</i>
Gastos de explotación	-34	-	-81	-115
<i>Resultado ordinario</i>	<i>-94</i>	<i>77</i>	<i>22</i>	<i>5</i>
Resultado extraordinario	19	-	6	25
Resultado antes de impuestos	-75	77	28	30

(*) Incluye el coste imputado a los fondos de pensiones internos.

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 16

DESAGREGACION GASTOS DE EXPLOTACION 1991 - 1992. BANCOS

	1991		1992		Variación	
	Miles	Millones	Miles	Millones	Miles	%
Personal	795		858		63	7,92
<i>Nº medio empleados</i>	<i>164.773</i>		<i>162.179</i>			<i>-1,57</i>
<i>Coste per cápita (miles ptas.)</i>	<i>4.825</i>		<i>5.291</i>			<i>9,66</i>
<i>Reducción por dism. plantilla</i>					-14	
<i>Aumento por coste per cápita</i>					77	
Generales y Tributos	434		461		27	6,22
Amortizaciones	85		104		19	22,35
	1.314		1.423		109	8,29
Otros saneamientos y dotaciones	92		31		-61	-66,30
TOTAL	1.406		1.454		48	3,41

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 17

DESAGREGACION GASTOS DE EXPLOTACION 1991 - 1992. CAJAS

	1991		1992		Variación	
	Miles Millones		Miles Millones		Miles	%
					Millones	
Personal	419	463	44	10,50		
<i>Nº medio empleados</i>	<i>81.795</i>	<i>83.088</i>		<i>1,58</i>		
<i>Coste per cápita (miles ptas.)</i>	<i>5.123</i>	<i>5.572</i>		<i>8,76</i>		
<i>Aumento por aumento plantilla</i>			7			
<i>Aumento por coste per cápita</i>			37			
Generales y Tributos	204	229	25	12,25		
Amortizaciones	77	85	8	10,39		
	700	777	77	11,00		
Otros saneamientos y dotaciones	28	66	38	135,71		
TOTAL	728	843	115	15,80		

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 18

DESGLOSE POR AGRUPACIONES BANCARIAS

Datos seleccionados de la cascada de resultados de 1992

En % de los ATM

	Total	Cinco	Resto	Filiales	Sucursales
		Grandes	Españoles	de Extranjeros	de Extranjeros
Productos financieros	11,38	11,04	11,66	11,66	12,01
Costes financieros	7,99	7,56	7,76	8,37	10,92
Saneamiento de crédito	0,66	0,59	0,82	0,74	0,30
Productos totales	3,63	3,89	3,91	3,41	1,33
Gastos de explotación	2,77	2,87	2,91	3,29	1,14
Resultados ordinarios	0,86	1,02	1,00	0,12	0,19
Resultados antes de impuestos	1,11	1,17	1,39	0,51	0,29

Fuente: Banco de España. INE. Elaboración propia.

CUADRO NUM. 19

CUENTAS DE RESULTADOS CONSOLIDADOS DE LOS CINCO GRANDES GRUPOS BANCARIOS

	BBV		CENTRAL HISPANO		BANESTO		SANTANDER		POPULAR	
	1992		1992		1992		1992		1992	
	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%	Millones	%
ACTIVOS TOTALES MEDIOS	9.425.091	100,00	9.320.048(*)	100,00	6.940.874	100,00	6.014.702	100,00	2.575.202	100,00
Productos financieros	1.024.574	10,87	1.025.023	11,00	813.418	11,72	689.160	11,46	329.316	12,79
- Costes financieros	<u>733.140</u>	<u>7,78</u>	<u>710.956</u>	<u>7,63</u>	<u>579.434</u>	<u>8,35</u>	<u>486.310</u>	<u>8,09</u>	<u>176.611</u>	<u>6,86</u>
= Margen financiero	291.434	3,09	314.067	3,37	233.984	3,37	202.850	3,37	152.705	5,93
- Saneamiento de crédito	<u>48.834</u>	<u>0,52</u>	<u>84.975</u>	<u>0,91</u>	<u>44.329</u>	<u>0,64</u>	<u>29.368</u>	<u>0,49</u>	<u>17.257</u>	<u>0,68</u>
= Margen financiero neto	242.600	2,57	229.092	2,46	189.655	2,73	173.482	2,88	135.448	5,25
+ Productos de servicios	<u>89.798</u>	<u>0,95</u>	<u>81.882</u>	<u>0,88</u>	<u>50.176</u>	<u>0,72</u>	<u>69.088</u>	<u>1,15</u>	<u>35.175</u>	<u>1,37</u>
= Productos totales	332.398	3,52	310.974	3,34	239.831	3,45	242.570	4,03	170.623	6,62
- Gastos de explotación ⁽¹⁾	<u>269.950</u>	<u>2,86</u>	<u>290.034</u>	<u>3,12</u>	<u>211.511</u>	<u>3,04</u>	<u>189.437</u>	<u>3,15</u>	<u>87.813</u>	<u>3,41</u>
= Resultado ordinario	62.448	0,66	20.940	0,22	28.320	0,41	53.133	0,88	82.810	3,21
+ Resultados extraordinarios ⁽²⁾	<u>51.989</u>	<u>0,55</u>	<u>64.049</u>	<u>0,69</u>	<u>1.254</u>	<u>0,02</u>	<u>47.431</u>	<u>0,79</u>	<u>1.251</u>	<u>0,05</u>
= Resultado antes de impuestos	114.437	1,21	84.989	0,91	29.574	0,43	100.564	1,67	84.061	3,26
- Impuesto de Sociedades	<u>33.348</u>	<u>0,35</u>	<u>27.739</u>	<u>0,30</u>	<u>11.217</u>	<u>0,16</u>	<u>34.412</u>	<u>0,57</u>	<u>29.590</u>	<u>1,15</u>
= Beneficio del ejercicio	81.089	0,86	57.250	0,61	18.357	0,27	66.152	1,10	54.471	2,11
- Beneficio atribuible a ints. minoritarios	<u>8.183</u>	<u>0,09</u>	<u>4.653</u>	<u>0,05</u>	<u>12.426</u>	<u>0,18</u>	<u>6.963</u>	<u>0,12</u>	<u>4.208</u>	<u>0,16</u>
= Beneficio atribuible al Grupo	72.906	0,77	52.597	0,56	5.931	0,09	59.189	0,98	50.263	1,95
Recursos propios medios	608.692		n.d.		261.457		326.350		180.981	
Beneficio del Grupo/Recursos propios medios (ROE)	11,98%		n.d.		2,27%		18,14%		27,77%	

(1) Personal + G. Generales + Amortizaciones + Otros saneamientos y dotaciones. }

(2) Venta de valores e inmuebles + Otros adeudos y abonos. }

(*) Deducidos. }

Fuente: Memorias anuales de los Bancos. Elaboración propia.

Ver texto

CUADRO NUM. 20

EFICIENCIA OPERATIVA DE LOS CINCO GRANDES GRUPOS BANCARIOS. AÑO 1992

Datos en % de los Productos Totales (salvo otra indicación)

	BBV	CENTRAL HISPANO	BANESTO	SANTANDER	POPULAR
Margen financiero neto	72,98	73,67	79,08	71,52	79,38
+ Productos de servicios	27,02	26,33	20,92	28,48	20,62
= Productos totales	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
- Gastos de explotación	81,21	93,27	88,19	78,10	51,47
= Margen ordinario	18,79	6,73	11,81	21,90	48,53
+ Resultados extraordinarios	15,64	20,60	0,52	19,55	0,73
- Impuesto de Sociedades	10,03	8,92	4,68	14,18	17,34
- Beneficio de minoritarios	2,46	1,50	5,18	2,87	2,46
= Margen final s/Productos totales (a)	21,94	16,91	2,47	24,40	29,46
Rotación de los ATM: Productos totales/ATM (%) (b)	3,53	3,33	3,46	4,03	6,62
Rentabilidad final de los ATM (ROA) (%) (c = a x b)	0,77	0,56	0,09	0,98	1,95
Recursos propios/ATM (%) (d)	6,46	n.d.	3,77	5,43	7,03
Rentabilidad final de los recursos propios (ROE) (%) (c + d)	11,98	n.d.	2,27	18,14	27,77

Fuente: Memorias anuales de los Bancos. Elaboración propia.

LOS ACTIVOS DUDOSOS DE LAS ENTIDADES BANCARIAS

Ignacio Fuentes

Una de las principales preocupaciones de los gestores de las entidades de depósito en los últimos meses viene siendo, sin duda, el continuo aumento de los activos clasificados como dudosos, que como se puede ver en el cuadro núm. 1 están creciendo desde 1990 a tasas muy superiores a las registradas por la inversión crediticia en el sector privado.

Este comportamiento ha disparado hacia arriba la *ratio* de activos dudosos sobre el total inversión crediticia en el sector privado, hasta alcanzar, en 1993, niveles superiores a los máximos históricos registrados en 1984 (en el mes de abril el ratio era del 6,8% del total inversión crediticia, tanto en bancos como en cajas de ahorros). No obstante, hay que resaltar que estos niveles de activos dudosos se alcanzan aplicando una normativa y una supervisión mucho más rigurosas que las existentes en el período anterior⁽¹⁾, por lo que si bien pueden considerarse "récorde" en términos absolutos, las cifras no son homologables a las registradas en 1984, ya que si se aplicaran los criterios vigentes entonces el nivel de activos dudosos sería mucho más bajo.

Existen varios factores que explican esta evolución al alza de los activos dudosos y a ellos vamos a referirnos a continuación:

En primer lugar, tenemos el proceso de desaceleración de la actividad económica iniciado en 1989, que es, sin duda, la causa principal del aumento de los activos dudosos en las entidades de crédito. En efecto, la menor actividad provoca un crecimiento de las rentas de los agentes de la economía inferior al previsto, con lo que la *ratio* de endeudamiento sobre recursos disponibles se sitúa por encima del nivel deseado, y esto da lugar a que aparezcan problemas para el cumplimiento, en los plazos estipulados, de los pagos derivados de la carga financiera de la deuda.

En segundo lugar, durante los años de la fase ascendente del ciclo económico, y en parte favorecido por las estrategias de algunas entidades bancarias, se produjo un fuerte aumento del endeudamiento del sector familias (como se puede observar en el cuadro núm. 1), y si bien estos niveles no alcanzaron aún los de otros países más desarrollados (EE.UU., Reino Unido, Países nórdicos), la rapidez con la que se produjo este fenómeno en España, los elevados tipos de interés existentes, y el hecho de una parte importante de dicha deuda sea a corto plazo, hicieron que la carga financiera del sector familias registrara un gran aumento, lo que unido al menor crecimiento de su renta como consecuencia de la crisis económica, está provocando ahora una mayor dificultad para cumplir con los pagos. Además, en los últimos años, al mayor nivel de endeudamiento del sector familias se ha unido un aumento en el endeudamiento del sector de

(1) Las diferencias fundamentales son: inclusión en morosos de los créditos con garantía hipotecaria, ampliación de los supuestos para la calificación de riesgos como activos dudosos y endurecimiento de los niveles de saneamiento.

empresas no financieras -gráfico núm. 1-, lo que contribuye a deteriorar aún más la situación financiera de estos sectores, y con ello, la probabilidad de que tengan dificultades a la hora de atender sus pagos.

Un tercer factor, estaría relacionado con la estrategia por algunas entidades, ya que adoptaron una política de crecimiento en sectores donde su presencia era escasa, a fin de consolidar posiciones de cara a la previsible mayor competencia derivada de la entrada en vigor del mercado único bancario. Así, los bancos trataron de captar cuota en el mercado de crédito a personas físicas, tanto en el segmento del crédito vivienda como en el de otras finalidades, y las cajas de ahorros, sin descuidar su tradicional dedicación al crédito hipotecario a personas físicas, trataron de expandirse en el mercado de crédito a empresas no financieras. Como se puede ver en el cuadro núm. 1, son precisamente estos sectores -personas físicas e hipotecarias en los bancos, y el crédito a empresas no financieras en las cajas de ahorros- los que muestran un mayor aumento de la morosidad, lo que podría indicar que quizá hubo un cierto descuido en la selección de riesgos al anteponerse el objetivo de crecimiento al de seguridad en la inversión, o bien, simplemente, que se están pagando las consecuencias del lógico desconocimiento de los nuevos mercados.

Por último, el cuarto factor vendría determinado por los elevados tipos de interés de los créditos vigentes durante el período, que hicieron que la carga financiera por este concepto fuera muy importante. Las recientes reducciones de tipos de interés anunciadas por las entidades bancarias podrían contribuir a aliviar esta situación, al facilitar el cumplimiento de los pagos, lo que redundaría en una menor morosidad.

Ahora bien, sea cual sea el factor dominante, el hecho es que el nivel de los activos dudosos es en la actualidad muy superior al de 1989, y no parece probable que se produzca un cambio radical en la tendencia de esta variable en los próximos meses, ya que, aún en el caso de que la actividad económica registrara una rápida recuperación, tendrían que pasar unos meses antes de que esa mejora se reflejara en los activos dudosos, ya que éstos muestran tradicionalmente un cierto retardo con la evolución del ciclo económico.

No obstante, el nivel de morosidad actual, si bien es elevado, es aún perfectamente asumible por las entidades, dado su alto grado de capitalización y sus todavía amplios márgenes de rentabilidad, y si se diera el caso excepcional de que no se recuperara ninguno de los créditos clasificados como dudosos, tanto los bancos como las cajas de ahorros sufrirían unas pérdidas en torno a los beneficios de un año y medio; por tanto, y aún en el caso extremo considerado, las pérdidas se podrían absorber en un corto período de tiempo⁽²⁾.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que el continuo incremento de la *ratio* de activos dudosos está empezando a afectar a la rentabilidad de las entidades de crédito, y esto se produce, además, en un período caracterizado por un estrechamiento generalizado de los márgenes operativos de la banca, con lo que se añade así aún más presión al proceso de caída de la rentabilidad de las entidades bancarias.

El aumento de los activos dudosos reduce los beneficios de las entidades por dos vías: mediante el aumento de los saneamientos de créditos como consecuencia de las mayores

(2) Las pérdidas sobre los recursos propios supondrían un 21% en los bancos y un 26% en las cajas de ahorros. Si a los recursos propios se les añaden los fondos genéricos, previstos para afrontar riesgos no determinados, los porcentajes serían del 19% y 24%, respectivamente.

necesidades de dotación a los fondos de insolvencia, y como consecuencia de una caída en la rentabilidad de la inversión crediticia, al suspenderse el devengo automático de intereses en estos créditos⁽³⁾. Desde 1989 a 1992, los saneamientos de créditos han pasado, en los bancos, de un 0,38% del total balance al 0,67%, y del 0,18% al 0,64% en las cajas de ahorros (ver cuadro núm. 2) . Por su parte, y considerando el mismo período, la caída en la rentabilidad de la inversión crediticia al aumentar el crédito dudoso puede estimarse que ha sido del 0,13% del total balance en bancos y del 0,06% en las cajas de ahorros. Por tanto, cabe hablar de una reducción de los beneficios entre 1989 y 1992 provocada por el aumento de los activos dudosos de 0,42 puntos en los bancos, y de 0,52 puntos en las cajas de ahorros, que suponen, respectivamente, el 40% y el 50% de los beneficios obtenidos por ambos grupos de entidades en 1992.

Por tanto, es muy importante tratar de detener, o al menos ralentizar, el proceso de crecimiento de los activos dudosos, así como tomar todas las precauciones necesarias para evitar que continúen aumentando las necesidades de dotación a los fondos de insolvencia.

Para ello, las entidades de crédito deben reforzar su gestión en las áreas de concesión, seguimiento y recobro de créditos, poniendo especial énfasis en los siguientes puntos:

- Mejorar el proceso de estudio y selección de sus clientes de activo, exprimiendo al máximo la información disponible sobre los demandantes de crédito a fin de evitar que los créditos concedidos hoy se conviertan en activos dudosos de mañana.
- Exigencia de garantías suficientes a la hora de conceder nuevos apoyos crediticios, aunque ello suponga renunciar a un mayor crecimiento de la inversión, ya que la existencia de garantías suficientes si bien no impide la aparición de problemas de morosidad, facilita el recobro de las cantidades adeudadas, y, en los préstamos hipotecarios, permite beneficiarse de unos plazos más dilatados a la hora de efectuar las dotaciones obligatorias en caso de retraso en los pagos⁽⁴⁾.
- Seguimiento muy cuidadoso de las operaciones de crédito vivas, con el objetivo de la detección temprana de situaciones que puedan acabar siendo de morosidad.
- Potenciación de los departamentos de gestión de cobro de activos dudosos con un triple objetivo: evitar que la acumulación de cuotas haga necesario nuevas recalificaciones de crédito como dudosos, impedir una excesiva antigüedad de los saldos impagados a fin de evitar mayores dotaciones por la aplicación de los calendarios previstos en la normativa y, por último, conseguir cobrar parte de los intereses acumulados de activos dudosos, a fin de disminuir la diferencia de rentabilidad entre éstos y los créditos normales.

Muchos bancos y cajas de ahorros ya han adoptado medidas en esta línea, y así, por ejemplo, en los últimos años, se puede observar un crecimiento bastante superior al medio de la inversión crediticia de los préstamos con garantía hipotecaria. Además, éstos no se destinan en su totalidad

(3) Este factor se ha visto potenciado por la nueva normativa de la circular 4/91, ya que en la actualidad la morosidad de una sola cuota supone la suspensión del devengo automático de intereses de la totalidad del crédito, aunque éste no esté aún clasificado como dudoso.

(4) En la normativa actual, los riesgos con garantía hipotecaria han de dotarse al 25% si han transcurrido más de tres años desde su vencimiento, al 50% si son más de cuatro años, al 75% más de cinco y al 100% si son más de seis años. Para los riesgos normales, los plazos serían de 6 meses, 12 meses, 18 meses y 21 meses, respectivamente.

al crédito vivienda, luego las entidades están empezando a exigir este tipo de garantía en créditos con otras finalidades, consiguiendo así una mayor seguridad de la inversión, aun a costa de renunciar a una mayor rentabilidad⁽⁵⁾ -el crédito hipotecario tiene tipos de interés inferiores a los del resto de préstamos- o a unos objetivos de crecimiento más ambiciosos (no toda la clientela potencial estará dispuesta a hipotecar propiedades para obtener financiación).

La mayor cautela de las entidades de crédito en los últimos meses está empezando a tener reflejo en la estructura y evolución de sus balances, y así, por un lado, es de destacar que los préstamos con garantía real pasaron, desde 1989 a marzo de 1993, del 13% del total crédito al sector privado al 20% en los bancos, y del 43% al 52% en las cajas de ahorros. Por otra parte, en el primer trimestre de 1993, se ha registrado una reducción de la tasa de crecimiento de los activos dudosos, que es la primera que se produce desde 1989.

En los próximos meses, las entidades no deben relajar su política de concesión de créditos, y deberán continuar con el firme seguimiento de las operaciones de crédito dudosas, ya que un mayor agravamiento de este problema, unido al proceso de reducción de márgenes, que seguramente continuará, como consecuencia del incremento que se sigue produciendo en el nivel de competencia, podría poner en peligro la rentabilidad de algunas entidades.

No obstante, como ya se ha comentado, la mayor cautela en la concesión de créditos y el reforzamiento de garantías ya están empezando a dar resultados positivos, lo que, unido a una posible mejora en un futuro próximo de la actividad económica, podría suponer el fin del proceso de deterioro de la calidad de la inversión crediticia. Esto contribuiría a frenar el deterioro de la rentabilidad de las entidades bancarias, ya que disminuirían las necesidades de dotación a los fondos de insolvencia y, además, el posible cobro de parte de los actuales activos dudosos produciría beneficios extraordinarios, al poderse recuperar los fondos de insolvencia constituidos para cubrir dichos riesgos.

(5) Al menos a priori, ya que si luego el crédito resulta ser dudoso, la rentabilidad final, en caso de no existir garantía hipotecaria, podría ser mucho menor.

CUADRO NUM. 1

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS DUDOSOS^(a)

	Bancos										Cajas de Ahorros				
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^(a)	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^(a)	
Activos dudosos de otros sectores residentes (en mm) ^(b)	452	365	387	560	881	1.438	1.507	231	299	324	442	571	818	891	
Tasas de crecimiento sobre el mismo mes del año anterior (en %)	-2,5	-19,2	6,0	44,7	57,3	63,2	56,6	-4,1	29,5	8,5	36,2	29,2	43,3	40,7	
Crédito a otros sectores residentes (en mm) ^(c)	12.876	14.651	16.520	18.099	21.549	22.572	22.048	5.624	6.914	8.330	9.530	10.960	12.882	13.129	
Tasa de crecimiento sobre el mismo mes del año anterior (en%)	12,8	13,8	12,8	9,6	19,1	4,7	3,4	20,3	22,9	20,5	14,4	15,0	17,5	16,2	
Ratio dudosos/total créditos (%): *															
- Total otros sectores residentes	3,5	2,5	2,3	3,1	4,1	6,4	6,8	4,1	4,3	3,9	4,6	5,2	6,3	6,8	
De los que:															
- Personas físicas	5,3	3,3	3,3	4,4	5,1	8,3	9,1	3,6	3,9	3,7	4,2	4,3	4,6	4,8	
- Empresas no financieras	2,8	2,3	2,0	2,6	3,8	5,6	6,0	4,7	4,6	3,8	5,4	6,7	9,1	9,7	
- Créditos hipotecarios	-	3,8	2,5	3,4	4,7	6,6	7,4	-	2,6	2,1	2,0	2,3	3,7	3,7	

(a) No incluye el negocio de sucursales en el extranjero.

(b) Titulares residentes distintos del Banco de España, de las entidades de crédito o de las Administraciones Públicas, sea cual sea su naturaleza jurídica.

(c) No incluye títulos de renta fija.

(d) Elaborada con datos del T10, por tanto se refiere al negocio total.

(e) Datos a marzo.

CUADRO NUM. 2

DOTACIONES Y SANEAMIENTOS

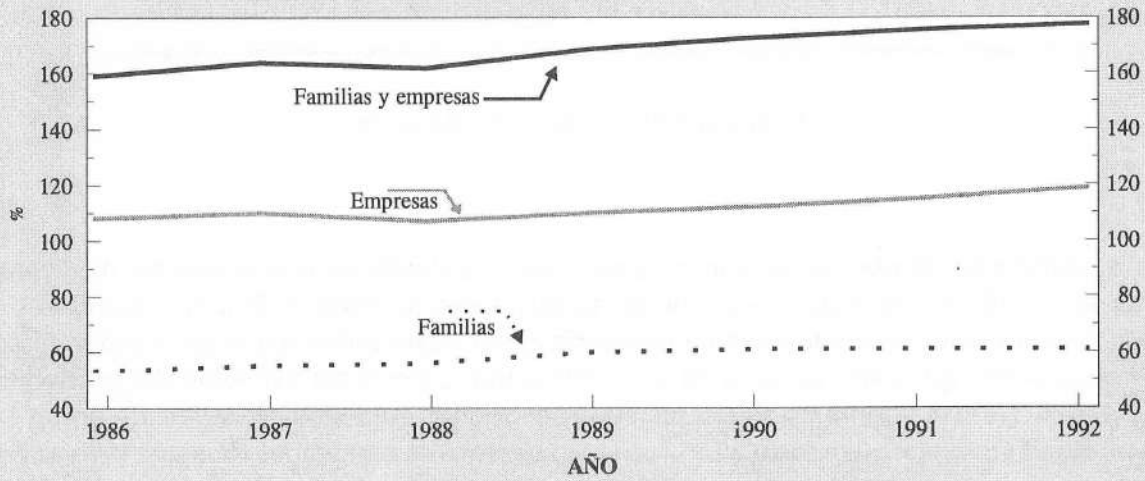
	Bancos										Cajas de Ahorros					
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^(b)	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^(b)		
Dotaciones brutas a los fondos de insolvencia ^(a)																
- En miles de millones	285	311	220	244	393	431	474	111	131	111	157	223	242	305		
- En % sobre total balance	0,97	0,97	0,61	0,61	0,87	0,86	0,88	0,81	0,82	0,57	0,68	0,86	0,88	1,02		
Saneamiento neto del ejercicio ^(a)																
- En miles de millones	176	219	138	127	257	335	317	55	57	34	57	123	176	192		
- En % sobre total balance	0,60	0,69	0,38	0,32	0,57	0,67	0,59	0,40	0,36	0,18	0,25	0,48	0,64	0,64		
Pro-memoria																
Recuperación de activos en suspenso																
- En % sobre total balance	0,09	0,10	0,08	0,07	0,07	0,07	0,06	0,07	0,08	0,06	0,06	0,05	0,04	0,05		
- En % activos en suspenso	4,98	5,50	4,43	5,15	4,93	4,34	3,74	10,82	11,80	10,49	9,28	6,29	7,22	7,51		
Rentabilidad de los activos dudosos (en %)	2,59	3,17	2,73	4,75	4,73	3,40	2,67	5,46	6,04	6,41	6,75	6,66	7,15	4,61		
Rentabilidad créditos normales	15,13	15,00	15,77	17,00	16,23	15,54	15,98	15,43	15,31	14,74	14,69	14,83	14,25	13,97		

^(a) Incluye riesgo-país.

^(b) La cifra se obtiene suponiendo que el importe del primer trimestre se mantiene todo el año.

GRAFICO NUM. 1

EVOLUCION DEL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO (a)
(En porcentaje del P.I.B.)



(a) Total pasivos financieros

LA DEUDA DEL ESTADO EN NO RESIDENTES: EFECTOS

Analistas Financieros Internacionales

La cartera de deuda del Estado en poder de inversores no residentes no ha dejado de ascender en los últimos meses, a pesar de las turbulencias cambiarias. El comportamiento de la inversión exterior en el mercado español parecería haber desmentido así la tesis según la cual la gradual adquisición por parte de ésta de un significativo porcentaje del saldo de deuda pública durante el año 1991 y la primera mitad de 1992 (en menor medida) se convertiría en un factor de inestabilidad adicional cuando se alteraran las expectativas cambiarias de estos inversores. En esta nota analizaremos lo sucedido con el saldo vivo de deuda del Estado en manos de no residentes, que semanal y puntualmente publica la Central de Anotaciones, desde que comenzaron a cambiar las expectativas sobre la peseta en junio de 1992 hasta nuestros días, con el fin de extraer algunas conclusiones macroeconómicas de interés, así como algunas consideraciones institucionales sobre el mercado doméstico de deuda anotada.

El peso y el papel de la inversión exterior.

El mercado financiero más importante en tamaño en nuestro país es el de deuda del Estado: el volumen total de transacciones de su mercado secundario al contado alcanzó en 1992 una media diaria de 240 m.m.; su estructura institucional y su infraestructura técnica lo sitúan en la vanguardia de los más desarrollados; y, finalmente, es un foro eficiente para la formación de los precios, en los que subyacen tipos de interés que sirven de referencia al conjunto de los mercados de capitales. En 1991, el mercado de deuda fue objeto de un cambio estructural. La eliminación de trabas burocráticas y fiscales -que aún después de la liberalización de los movimientos de capital seguían dificultando la inversión de los grandes gestores de carteras internacionales-, gracias a (1) la exención fiscal de las rentas obtenidas por la inversión en deuda española de los no residentes, desde el inicio de 1991, y a (2) la devolución automática de las retenciones practicadas sobre los cupones, unos meses después, sentó las bases para un desarrollo amplio de la inversión exterior⁽¹⁾.

Las expectativas de convergencia que alimentaba, en el contexto de optimismo sobre la unión europea previo a la firma del Tratado de Maastricht, un claro "exceso de credibilidad" de que gozaba la política económica española, impulsaron la absorción por los no residentes de espectaculares volúmenes de bonos y obligaciones del Estado español a lo largo de 1991. Si al inicio de este año, el peso de los no residentes en el saldo vivo de deuda a medio y largo plazo era de sólo un 10%, al final del año se había triplicado. Hoy, el saldo vivo de deuda en poder de no residentes asciende a 3805,3 m.m. (al 16 de julio), lo que supone un 34,1% del saldo total en Terceros.

(1) Véase I. Ezquiaga, "El cambio estructural del mercado de deuda del Estado", *Papeles de Economía Española*, núm. 49

El proceso de internacionalización de la deuda pública española -que lo sucedido desde junio de 1992 avala como irreversible- ha supuesto un "cambio estructural" para el mercado, al menos, por tres razones: (1) ha transformado el proceso de formación de precios, haciendo del tipo de cambio un factor mucho más decisivo que en el pasado, al afectar directamente a las rentabilidades esperadas de una porción relevante del mercado; (2) se ha constituido como el casi único factor de desarrollo del segmento a largo plazo del mercado, ante la insuficiencia cuantitativa de la inversión institucional genuinamente doméstica en nuestro país; y (3) ha ampliado el tamaño del mercado de operaciones al contado a vencimiento, antes subdesarrollado, y ha permitido un avance sin precedentes, indirecta y, en menor medida, directamente, del mercado de derivados de MEFF-Renta Fija⁽²⁾.

No obstante, el elevado peso de estos inversores no residentes también ha tenido consecuencias de carácter institucional, algunas no tan positivas para el mercado español. En primer lugar, ha puesto a prueba la hegemonía del segmento de las transacciones entre Miembros o Titulares -condición a la que no pueden acceder los no residentes- como núcleo central en la formación de precios, al generarse un relevante submercado "entre Terceros" no residentes, que sólo nominalmente pertenece al Sistema de Anotaciones en Cuenta, y que fundamenta su actividad en los sistemas de negociación del mercado de eurobonos -Londres-. En segundo lugar, el desarrollo de la inversión exterior ha permitido sólo muy parcialmente el crecimiento de la actividad comercial de las entidades gestoras domésticas, teóricamente, las encargadas de ofrecer el servicio de custodia en la Central de Anotaciones. Según estimaciones del Banco de España, nada menos que un 75% del saldo vivo de los no residentes estaba en septiembre pasado depositado en Euroclear y Cedel, sistemas en los que estos inversores liquidan y compensan sus operaciones con deuda española. Más recientemente, a lo largo de 1993, este porcentaje ha debido reducirse, gracias al efecto sobre los depósitos de la operatoria en simultáneas, hasta un 57%.

La conexión o puente entre el sistema doméstico y estos sistemas externos se realiza a través de las dos únicas entidades españolas con cuenta propia en estos últimos. Los clientes de entidades españolas que a pesar de la eficacia del sistema de liquidación doméstico prefieren -generalmente por coste, al generar economías de escala- mantener sus saldos depositados en Euroclear o Cedel, "pertenecen" nominalmente a las cuentas de Terceros de estas dos entidades en la Central, que "custodian" así los saldos de las demás entidades españolas. Como ejemplo del peso que han alcanzado estos sistemas externos, baste señalar el efecto "contagio" que han provocado en las costumbres del mercado doméstico: mientras en el pasado, antes de 1991, en el mercado al contado eran las operaciones con "valor el mismo día" las más frecuentes -gracias al eficaz sistema de entrega contra pago de la Central-, hoy lo normal es la operatoria con "valor semana", la hegemónica en los euromercados.

Comportamiento reciente: junio de 1992 a junio de 1993.

El saldo vivo de deuda pública en poder de los no residentes, que como es conocido se concentra en los bonos y las obligaciones, observó un máximo de algo más de 2,5 billones de pesetas justo antes del primer referéndum de ratificación del Tratado de la Unión Europea. Después, en los meses de agosto a octubre de 1992, tuvo lugar un descenso importante del saldo -unos 700 m.m.-, generado fundamentalmente tras las medidas "anti-especulación" de la circular 17/92 del Banco de España. Aunque aun no habían desaparecido las tensiones contra la

(2) Véase I. Ezquiaga (dir.), "Los mercados de deuda pública ante la UEM", Ministerio de Economía y Hacienda, 1993.

peseta, el descenso del saldo "tocó fondo" en los meses de noviembre y diciembre, para más tarde, a lo largo de toda la primera mitad de 1993 recuperar el nivel perdido en el semestre anterior e incluso sobrepasarlo para marcar nuevos máximos.

Esta evolución pone de manifiesto la importancia de un análisis contextualizado del saldo de los no residentes que publica la Central de Anotaciones. Este es el resultado neto de cuatro tipos de operaciones que pueden realizar los no residentes:

1) Las compras a vencimiento de deuda aumentan, lógicamente, el saldo y las ventas lo reducen, ya sean al contado ya a plazo. Estas operaciones constituyen la casi totalidad del saldo.

2) Las compras simultáneas y de repos aumentan el saldo, mientras las ventas simultáneas y cesiones repo, que financian las carteras, lo reducen.

Las operaciones de compra o de venta llamadas "simultáneas" -que no son sino repos con un tratamiento contable específico que obliga a valorar a precios de mercado el colateral y que permite la "venta en corto"- afectan pues al saldo de Terceros no residentes que publica la Central de Anotaciones. Se trata éste de un saldo neto de cesiones repo -de importancia marginal- y neto de simultáneas, de importancia desde finales de 1992 muy relevante. Según estimaciones del Banco de España⁽³⁾, a mediados de mayo de 1993 el saldo de deuda vendido por los no residentes en simultáneas alcanzaba el billón de pesetas. Es decir, de los 3,2 billones a que se eleva la cartera a vencimiento de estos inversores, habría que añadir un billón, financiado en simultáneas a corto plazo.

Aunque no se publican datos directos, es muy probable que este saldo de simultáneas sea un fenómeno reciente. El fuerte crecimiento de la negociación de simultáneas en el mercado entre Titulares de cuenta en la Central que ha tenido lugar desde septiembre de 1992 y sobre todo a lo largo de lo transcurrido de en 1993, podría ser el reflejo de un acceso creciente de los no residentes a una forma de financiación de sus posiciones en pesetas menos costosa que el mercado de depósitos en europesetas, por el lógico diferencial depo-simultánea. Estos inversores habrían "aprendido el camino" de las simultáneas a raíz de las limitaciones que la circular anti-especulación supuso para la financiación en eurodepósitos, convirtiéndose el proceso de traslado de sus posiciones cortas hacia el mercado doméstico en irreversible gracias a sus ventajas en coste.

El importante saldo de simultáneas implícito en las cifras de la Central indica que en peso de la cartera en firme los no residentes en el mercado a vencimiento es muy superior al que éstas reflejan. Ello explica el fuerte ascenso de las carteras netas de las entidades financieras, que son las instituciones que han venido financiando las posiciones de los no residentes con simultáneas. En definitiva, si por alguna razón éstos dejaran vencer sus simultáneas sin renovación, el saldo neto publicado por la Central aumentaría en un billón de pesetas, pasando de 3,2 a 4,2 billones.

Conclusiones.

Desde un punto de vista macroeconómico, el saldo vivo de deuda del Estado en manos de no residentes que publica la Central de Anotaciones no puede considerarse como el indicador más

⁽³⁾ Véase J. Santillán, "La inversión exterior en los mercados de deuda pública: el caso español", *Boletín Económico del BE*, mayo de 1993.

apropiado de la confianza exterior en la peseta, aunque sí pone de manifiesto la creciente internacionalización del mercado de bonos y obligaciones del Estado y, en este sentido, la confianza de los no residentes en los valores españoles. Lo sucedido desde junio de 1992 muestra un cambio estructural en las vías de cobertura del riesgo de cambio por parte de estos inversores, desde las posiciones cortas en eurodepósitos hacia las simultáneas, que ha permitido el seguimiento por parte de éstos de estrategias, sobre todo desde el inicio de 1993, que apostaban por el descenso de los tipos de interés en nuestro país -por plusvalías en los bonos, por tanto-, y al mismo tiempo por la caída de la peseta (comprar bonos y vender pesetas).

La existencia hoy de un saldo de más de un billón de pesetas en posiciones cortas en simultáneas en las carteras de los no residentes contra los residentes -al que hay que añadir el de otras vías de cobertura del riesgo de cambio, como los eurodepósitos- pone de manifiesto la fuerte apuesta alcista de los no residentes para los bonos; **una apuesta que no ha implicado necesariamente, antes al contrario, confianza en la peseta.** Además, ha provocado, como consecuencia derivada -al surgir una nueva fuerza en el mercado por el lado de la venta-, un estrechamiento estructural de los diferenciales entre los tipos de los depósitos interbancarios y los de las simultáneas. Es difícil saber si estas simultáneas -y los eurodepósitos- que financian las carteras no residentes son una posición corta estructural o una jugada coyuntural sobre la curva (una apuesta sobre su positivación). Nosotros nos inclinamos más por pensar que son un indicador de falta de confianza en la peseta y que, por tanto, podrían ser coyunturales.

Desde un punto de vista institucional, parece evidente que el hecho de que el porcentaje del saldo depositado en Euroclear o Cedel se haya mantenido en elevados niveles -estable en torno al 75% antes del boom de las simultáneas-, aunque más recientemente haya sido sensible al avance de la operatoria doméstica en simultáneas entre residentes y no residentes -para reducirse hasta el 57%-, pone de manifiesto la necesidad de cambios en la estrategia comercial de muchas entidades gestoras y/o la apertura a los no residentes de la condición de Miembro del mercado, si se pretende que éstos depositen, como sería deseable para el desarrollo de nuestro mercado, sus saldos en el sistema doméstico.

SALDOS VIVOS DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO
(Estimaciones en m.m. al 20 de junio de 1993)

	Carteras netas ⁽¹⁾	Cartera bruta estimada ⁽²⁾
Sector residente	7.821,9	6.821,9
Sector no residente	3.420,2	4.420,2
Saldo en circulación	11.242,1	11.242,1

⁽¹⁾ Netas de compras y ventas en repos y simultáneas.

⁽²⁾ Cartera a vencimiento bajo el supuesto de un billón de ptas. en simultáneas.

FINANCIACION DE LAS NECESIDADES DE ENDEUDAMIENTO DEL ESTADO

	Recurso al B.E.	Letras del Tesoro	Pagarés más Deuda Especial	Deuda a medio y largo plazo	Otros	TOTAL	Porcentaje de "funding"	Pro-memoria	
								Variación	
								cartera no resid.	Porcentaje
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(4)/(6)	(7)	(7)/(6)	
1985	442,1	--	1.135,5	271,3	-144,0	1.704,9	15,91	--	--
1986	-606,7	--	936,7	1.649,5	-472,4	1.507,1	109,45	--	--
1987	-313,5	2.211,1	-496,2	298,1	-195,4	1.504,1	19,82	--	--
1988	-342,0	1.075,6	-159,3	948,1	-37,4	1.485,0	63,85	119,3	8,03
1989	233,3	1.455,4	-375,8	277,3	-515,8	1.074,4	25,81	215,1	20,02
1990	-133,2	1.711,5	-795,7	370,0	273,8	1.426,4	25,94	187,0	13,11
1991	-4,8	417,2	-828,5	1.802,9	176,7	1.563,5	115,31	1.566,7	100,20
1992	-122,3	1.975,4	-1.112,8	1.021,7	643,6	2.405,6	42,47	-336,9	-14,00
Jun-93 ^(e)	800,0	-1.116,2	-689,5	2.979,1	450,0	2.423,4	122,93	1.850,0	76,34

^(e) Estimación propia.

Fuente: I.G.A.E., Boletín Estadístico del Banco de España y Elaboración propia.

VIDA MEDIA EN AÑOS DE LA DEUDA DEL ESTADO NEGOCIABLE
(Según amortizaciones efectuadas)

	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Deuda a medio y largo plazo	Total
1985	--	0,71	3,73	1,29
1986	--	0,83	3,62	1,79
1987	0,50	0,75	2,85	1,34
1988	0,49	0,70	2,18	1,16
1989	0,42	0,78	2,41	1,19
1990	0,44	0,74	2,17	1,08
1991	0,42	0,51	2,88	1,45
1992	0,41	0,14	3,75	1,86
Jun-93 ^(e)	0,54	--	4,50	2,78

^(e) Estimación propia.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

GRAFICO NUM. 1
SALDOS DE DEUDA DEL ESTADO

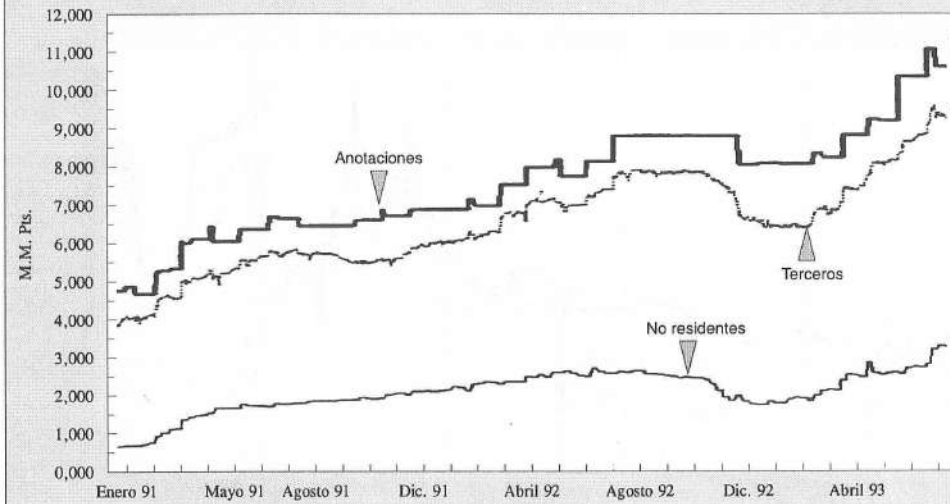


GRAFICO NUM. 2
VOLUMEN DE NEGOCIACION EN DEUDA EN MERCADO SECUNDARIO ENTRE TITULARES

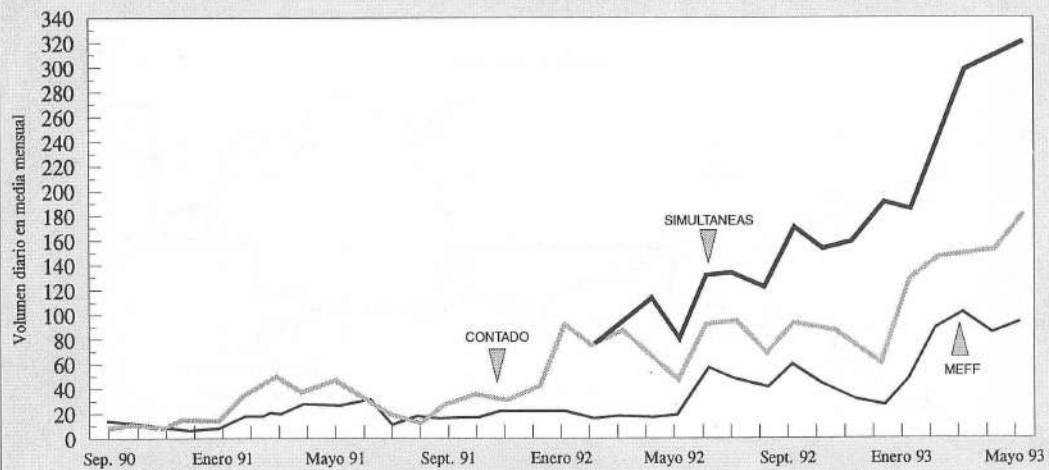


GRAFICO NUM. 3
TIPOS DE INTERES A UN DIA
Simultáneas y depósitos interbancarios

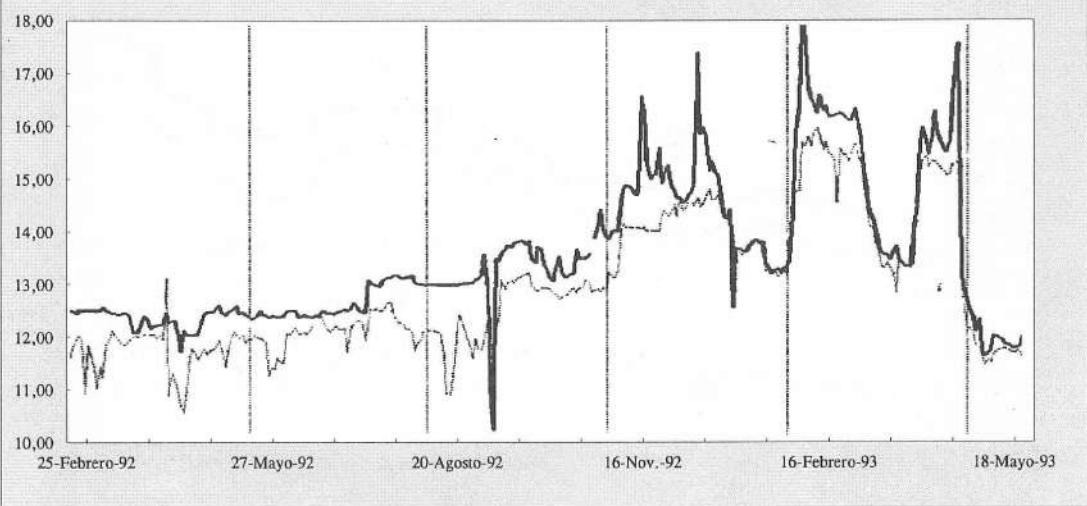
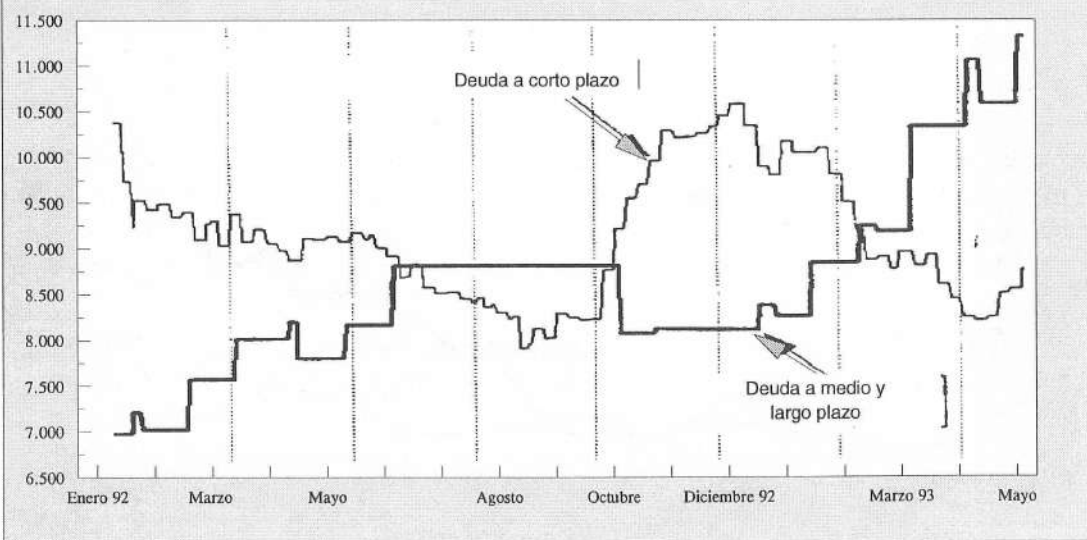


GRAFICO NUM. 4
EVOLUCION DEL SALDO VIVO DE DEUDA PUBLICA (m.m.)



I JORNADAS DE ECONOMIA FINANCIERA

Valentín Azofra Palenzuela
Ana Isabel Fernández Alvarez
Teyo Vallelado González

Los pasados días 17 y 18 de junio se han celebrado en la ciudad de Bilbao las I Jornadas de Economía Financiera, organizadas conjuntamente por la Fundación BBV y el Instituto de Economía Pública de la Universidad del País Vasco. Unas jornadas que, al decir de sus impulsores, nacían con el objetivo de facilitar el intercambio de nuevas ideas entre los académicos financieros dentro de un foro de discusión apropiado y cubrir, así, una importante laguna en las reuniones científicas españolas.

Como "leitmotiv" de iniciativa tan plausible como ambiciosa, se argumentaba que, por una serie de razones históricas y culturales, España ha tardado bastante más tiempo que otros países en incorporar y aceptar razonamientos científicos y rigurosos en el área de Economía Financiera. Una tendencia que empezó a reconocerse como la acertada en Estados Unidos durante los años 50 con los trabajos de Markowitz y Modigliani-Miller y que ha tardado treinta años en llegar a nuestro país.

La conferencia inaugural corrió a cargo de David Modest, Profesor de finanzas de la Universidad de California, Berkely. Con brillantez anglosajona, Modest disertó sobre uno de los temas que mayor interés suscita hoy en el campo de la economía financiera: la microestructura del mercado (What Have We Learned about Market Microstructure?: An Empirical Retrospective). De su intervención, era opinión compartida que el profesor Modest no sólo nos ofreció una perspectiva empírica de la cuestión, referencias bibliográficas incluidas, sino también una lección magistral acerca de cómo estructurar y hacer fructífero un tema de investigación.

Marcada la pauta, las I Jornadas de Economía Financiera se nutrieron de diecinueve aportaciones originales de investigación, repartidas en nueve sesiones de trabajo: regulación bancaria; valoración de activos: evidencia empírica; integración internacional de los mercados bursátiles; intermediación financiera; valoración de activos: teoría; finanzas internacionales; opciones; estructura temporal de tipos de interés, y estrategias de inversión y financiación.

Los diecinueve trabajos presentados, en horario americano, a los más de noventa participantes fueron expuestos y discutidos por otros tantos ponentes y contraponentes, sujetos siempre a la disciplina de cuarenta y cinco minutos que para cada ponencia administraba, con mano férrea, el moderador de cada sesión.

El nivel de calidad de las investigaciones presentadas fue la nota predominante de las jornadas, enmarcando -como se pretendía- el éxito de las mismas. Rigor conceptual y metodológico, formalización y modelización y discusión científica presidieron el desarrollo de las sesiones, en un alarde del grado de complejidad y sofisticación que la investigación en economía financiera empieza a alcanzar en nuestro país, tanto en su vertiente teórica como empírica.

Pero no todo fueron luces en estas I Jornadas de Economía Financiera. Desde nuestra situación administrativa, en cuanto profesores del área de conocimiento, las sombras habían comenzado a proyectarse con la difusión de la convocatoria. Sin duda, la economía financiera ni es ni debe ser un coto cerrado, de hecho teoría económica y teoría financiera son dos caras de la misma moneda. Qué duda cabe, además, acerca de que los mercados financieros son el campo más provocativo para la investigación econométrica. Conclusión: nos necesitamos, probablemente unos más que otros, pero nos necesitamos todos.

En este orden de ideas, las jornadas nos proporcionaron una cierta evidencia empírica de la necesidad de compatibilizar fundamentos del análisis económico, economía financiera y econometría financiera. Con toda seguridad no son compartimentos estancos. Entrañan, eso sí, "culturas" diferentes.

La presencia de estas tres culturas no palió, sin embargo, el escaso eco que Modigliani-Miller y la economía financiera de la empresa tuvieron a la orilla del Nervión. Así, mientras los modelos de valoración de activos y la teoría de los mercados financieros (investment) fueron temas omnipresentes, las finanzas empresariales (corporate finance) brillaron por su ausencia casi total. Claro que, quizás, no sea justo ver en este sesgo el reflejo de sombra alguna sobre las jornadas sino simplemente una laguna o un vacío en el área por falta de información o cuestiones de moda.

A este respecto, en un trabajo reciente sobre teoría financiera, el profesor Gérard Charreaux se lamentaba de que la investigación en finanzas de empresa estuviese relativamente minusvalorada en Francia en comparación con las finanzas de mercado, siendo aquella -en su opinión- una de las líneas de investigación más prometedoras a la vista de la profunda reorientación que parecen estar experimentando los esquemas de análisis de la economía financiera.

Desde una perspectiva más metodológica y al hilo de lo anterior, tampoco hubo asomo alguno de esa nueva inspiración o ejemplar paradigmático que parece gobernar la más reciente evolución de las finanzas y que, sin prescindir de la teoría económica y los mercados financieros, propone una redefinición de éstos para incluir la negociación de los contratos financieros suscritos entre los inversores y la empresa a través de la dirección financiera, apoyándose en argumentos relacionados con la incertidumbre, la información asimétrica, los derechos de propiedad y control, los incentivos y la señalización de información financiera.

Finalmente, es obligado felicitar al Comité Organizador de estas I Jornadas Financieras, y en su nombre a la Fundación BBV y al Instituto de Economía Pública, por la excelente programación tanto de las sesiones científicas como de los actos sociales o de naturaleza más extraacadémica. Sin duda, el Comité Organizador apostó fuerte por el éxito futuro de las próximas jornadas con la exquisita atención que se dispensó a los participantes.

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

INDICE

	Pág.
Introducción	153
El temario de la Ronda Uruguay	157
GATT: ¿Qué pasará ahora en Ginebra?	161
Del GATT a la organización del Comercio Multilateral	163
En defensa del comercio dirigido	165
Elogio del comercio libre	167
El fasto inútil de las reuniones de los Siete Grandes	172
¿Destronamiento del Deutschemark?	173
El franco cae en la trampa	176
"Fortress Europe, 1993"	178
Europa sin empleos	180
¿Cuán firme es la recuperación británica?	182
¿Por qué no se utiliza más el gasto público como instrumento reactivador?	184
Los inversores vuelven a Iberoamérica	186
Ludwig von Mises, redescubierto	189
Primeros síntomas de posible recuperación en Alemania	191
El marco alemán, en entredicho	195
Algo más que una cumbre de palabras vacías	199
Las turbulencias del mercado del oro	202
La situación en algunas pequeñas economías europeas	205

INTRODUCCION

* Lo menos que se puede decir de la reunión en la cumbre celebrada por los Siete Grandes en Tokio los días 7, 8 y 9 de Julio es que tuvo buena prensa. Excepcional y sorprendentemente buena, por lo menos en una primera fase, hasta el punto de que el hecho obliga a analizar con atención lo alcanzado esos días para ver qué consecuencias se pueden esperar de todo ello de cara al futuro.

"El GATT, adelante a toda marcha". Así titulaba **Financial Times** su editorial del jueves día 8. "Aunque no se ha llegado todavía al acuerdo final de la Ronda Uruguay", -decía FT- "se hace cada momento más difícil creer que tal acuerdo no se va a conseguir... Los negociadores están condenados a concluir felizmente su labor". Es verdad que lo que queda por resolver es todavía importante, seguía comentando FT, pero lo que se ha conseguido era ya igualmente conflictivo, y más importante aún. El editorial del citado periódico terminaba con estas palabras: "El final de las negociaciones de la Ronda Uruguay no resolverá los problemas económicos del mundo, pero será una buena ayuda. Y también servirá para demostrar la capacidad de los líderes mundiales para tratar estos problemas cooperativamente. El fracaso, ahora, no sólo deberá ser considerado como imperdonable, sino como impensable".

Pero **Financial Times** no estaba sólo en esa línea eufórica. (Un periódico nacional importante titulaba en primera página: "Acuerdo histórico de los 7 grandes para liberalizar el comercio y crear empleo"). Otro editorial destacable era el de **The Washington Post**, que reproducía el **Herald Tribune** del viernes día 9. "Ha llegado en el último minuto, pero el acuerdo comercial que se anunció el miércoles en Tokio es verdaderamente un gran acontecimiento... El acuerdo no es aún definitivo, pero crea unas grandes expectativas y hace esperar que el gigantesco arreglo final podrá ser completado antes del 15 de Diciembre... Mucho queda por hacer -en la agricultura, en los servicios- pero si las negociaciones de estos días en Tokio hubieran fracasado, todo el proceso negociador del GATT se habría visto con toda probabilidad definitivamente interrumpido".

¿Qué había pasado que pudiera justificar tan esperanzadas expresiones? Había pasado que los negociadores comerciales de la llamada Cuadrilateral, o "Quad" (Estados Unidos, CE, Japón y Canadá) -no los líderes del G7- habían alcanzado un día antes, también en Tokio, un preacuerdo sobre reducción de aranceles aduaneros para una amplia serie de productos. Tal preacuerdo debía ser bendecido a continuación por los Jefes de Estado y de Gobierno de los Siete Grandes, para ser después presentado en Ginebra ante todas las partes signatarias del GATT, lo que supondría la reanudación, a partir del lunes día 12 de Julio, de las conversaciones multilaterales de la Ronda Uruguay.

¿Estaba justificada tanta euforia? En las páginas que siguen se recoge amplia información sobre el estado en que se encuentran las negociaciones comerciales. Tal información le ha de permitir al lector formar su propio juicio sobre las dificultades que previsiblemente se habrán de vencer antes de que la Ronda Uruguay pueda alcanzar un final satisfactorio.

Mientras tanto, con todo, ha de resultar de interés repasar cómo evolucionaron los comentarios de la prensa después de la reacción inicial a la que se ha hecho referencia más arriba.

Ya el jueves día 8, en **The Wall Street Journal**, David Wessel y Jacob M. Schlesinger, inmediatamente después de dar cuenta del acuerdo sobre reducción de aranceles de ciertos productos industriales y de lo que esto tenía de positivo, expresaban el primer "but", el primer "pero", y subrayaban -ojo- que los negociadores de Estados Unidos, la CE, Japón y Canadá no habían logrado resolver los problemas más conflictivos que tenían ante sí. "Lo conseguido no suscitará una ola de entusiasmo", había dicho Gary Hufbauer, especialista del Institute for International Economics, el conocido centro de investigación económica de Washington. "En general" -decía **WSJ**- "los negociadores se han limitado a dar forma a una serie de reducciones arancelarias a las que habían dado ya su conformidad anteriormente". Además, tales reducciones no eran ni siquiera todo lo generosas que habrían podido ser. "Uno de los obstáculos que quedan en este campo específico es la negativa de Estados Unidos a reducir los aranceles de los productos textiles en los términos que le piden otros países. La Administración Clinton ha dejado claro que no le es posible hacer más concesiones en este terreno, y esto porque no puede alienarse el voto de ciertos senadores demócratas -defensores de la industria textil- en el proceso de aprobación del plan económico del presidente. La defección de un solo senador podría suponer el rechazo del plan".

Sea como fuere, la posición más bien escéptica, cautelosa, del **WSJ** iba a generalizarse en la gran prensa, como era previsible, en los días inmediatamente siguientes. Así, **Le Monde** del sábado, día 10, después de afirmar, en su editorial, que "la plataforma erigida en Tokio constituye un éxito innegable en la medida en que permite la reanudación activa de las negociaciones", expresaba a su vez su "mais", su "pero". Decía **Le Monde**: "Pero aunque decisiva en el plan político y psicológico, la aceptación de tal plataforma apenas constituye un paso más, dado el número y el volumen de los obstáculos que todavía se habrán de superar". El periódico se refería a continuación a alguno de tales obstáculos, no abordados en Tokio. Uno de los más importantes es la demanda presentada sobre todo por los europeos en el sentido de que debe afirmarse la primacía de la ley internacional en caso de conflictos, a lo que se opone Estados Unidos, poco dispuestos a renunciar a la Sección 301 de su Trade Act. "Con todo", terminaba diciendo **Le Monde**, "la dificultad mayor continúa siendo la agricultura... ¿con qué apoyos podrá contar Francia para la defensa de sus posiciones en esta materia?"

Financial Times, en otro editorial, éste de su número de 10/11 de Julio, parecía querer matizar o corregir su entusiasmo anterior y acusaba un apreciable escepticismo por lo que se refiere a los resultados globales de la cumbre de Tokio.

Pero fue un editorial de **The New York Times (Herald Tribune)** del sábado, día 10) el que de una forma más realista y tajante resumió el estado de la cuestión. "La retórica extravagante de estos días" -decía **NYT**- "se debe más a la angustiosa necesidad de los líderes de promover su decaída popularidad en sus propios países que al modesto acuerdo alcanzado en Tokio. Ninguna de las anunciadas reducciones de derechos arancelarios tendrá efecto alguno si la Ronda Uruguay de conversaciones comerciales multilaterales no se ve completada en su totalidad. Y para que esto tenga lugar los líderes deberán hacer gala de una valentía infinitamente mayor que la que han mostrado estos días".

Pasadas un par de semanas, y hasta el momento en que esto se escribe, la prensa internacional apenas se ha vuelto a ocupar de los resultados de la reunión de los 7G en Tokio,

cosa que no deja de ser significativa. ¿No será que lo conseguido no fue tan "histórico" como se pretendió en un primer momento? Es más, ni siquiera se ha hecho mención alguna, en los días que han seguido al lunes 12 de julio, a la reanudación de las negociaciones de la Ronda Uruguay, que, como se dijo, debía tener lugar en Ginebra a partir de dicha fecha. ¿Cómo puede explicarse tal falta de expectación ante un hecho destinado a tener, según se creyó, tan importantes consecuencias?

Por lo que pueda valer, he ahí, en fin, el calendario previsto para las reuniones del GATT en las que se ha de decidir la suerte de la Ronda Uruguay (**Financial Times** de 9/7):

- Julio 12, lunes. Los negociadores vuelven a Ginebra después de una interrupción de siete meses. Los representantes de los 96 países distintos de los que forman la Cuadrilateral son informados de lo que se ha acordado bilateralmente hasta la fecha.

- Julio 12-31. Los países signatarios del GATT se reúnen uno a uno con todos los demás para intercambiar concesiones. El principio de "nación más favorecida" hace que cualquier oferta que se haga a un país debe extenderse a todos los otros.

- Ultimos de Julio. Se espera que Peter Sutherland, Director General del GATT, convoque una reunión del pleno del Comité para las negociaciones comerciales -el que preside las negociaciones de la Ronda- para darle cuenta de los progresos realizados y para definir planes para el otoño.

- Agosto. Interrupción estival. Valioso tiempo perdido.

- Septiembre 1 - Diciembre 15. Prosiguen las negociaciones. Nada es seguro aún. Los servicios jurídicos del Acuerdo General preparan simultáneamente el borrador del texto final del acuerdo que pone fin a la Ronda Uruguay, asegurándose que los términos del mismo garanticen su solidez.

- Diciembre 15. Finaliza la autorización que recibió el Presidente de Estados Unidos para presentar al Congreso el acuerdo de la Ronda Uruguay como un todo compacto, de forma que pueda ser aceptado o rechazado bajo la fórmula "o todo o nada". De otro modo resultaría que un texto tan complejo como el acuerdo del GATT difícilmente podría superar el trámite de su ratificación por las cámaras norteamericanas.

- Enero 1, 1994. Entra en vigor el nuevo acuerdo del GATT. Muchos gobiernos deberán adoptarlo provisionalmente, pendientes de la ratificación por los respectivos parlamentos.

* Otro tema que en las últimas semanas ha ocupado la atención de la prensa mundial han sido las conversaciones entre norteamericanos y japoneses que, independientemente de la reunión de los líderes de los Siete Grandes países industriales, se celebraron en Tokio coincidiendo más o menos con ésta y que tuvo por objeto, en principio, conseguir que los japoneses se comprometieran a la adopción de medidas susceptibles de conducir a la reducción del enorme superávit comercial de Japón.

¿Qué fue lo que se consiguió al respecto? **The Wall Street Journal** de 13 de Julio, publicaba un amplio comentario de David Wessel y Jacob M. Schlesinger sobre la materia, del que se puede deducir que apenas se alcanzó lo que se pretendía. Desde luego, "Estados Unidos no logró

un compromiso para el establecimiento de objetivos numéricos para la eventual eliminación de los excedentes o para el posible incremento de las importaciones japonesas, prometiendo éstos sólo llevar a cabo políticas que puedan dar lugar a una disminución significativa del superávit comercial". En realidad, lo que hace el acuerdo a que se llegó es establecer una agenda para posteriores conversaciones. "Si, en lo sucesivo, éstas tuvieran éxito y se consiguiera una auténtica apertura de los mercados japoneses, las conversaciones de días pasados representarían un hito importantísimo en la historia de las relaciones entre Norteamérica y Japón".

Financial Times se ocupaba del tema en un editorial del mismo 13 de Julio. Una cuestión importante, decía **FT**, es saber "si lo acordado en esas conversaciones es conforme con la declaración a favor del multilateralismo que se hizo pública al término de la cumbre de los 7G celebrada casi simultáneamente en el mismo Tokio. La respuesta es no, por lo menos en tres aspectos: Primero, fue excluido cualquier participante distinto de Estados Unidos y Japón. Segundo, las conversaciones se celebraron y proseguirán fuera del marco del GATT. Tercero, la agenda contempla sólo preocupaciones específicas de Estados Unidos. **FT** termina su comentario con estas palabras: "Este cartel particular debe ser destruido inmediatamente".

* La constitución del nuevo gobierno español ha sido objeto de comentarios en todos los diarios importantes.

Tom Burns, en un artículo que publicaba en **Financial Times** de 15 de Julio, decía que el nuevo gabinete "ha sido recibido con escepticismo por la comunidad financiera", y que "se han expresado dudas sobre su estabilidad y sobre su disposición para aplicar las medidas con las que hacer frente a una recesión cada día más grave". Después de echar de menos la presencia en el gobierno de ministros nacionalistas -"que hubieran asegurado a González una base parlamentaria firme"- y de poner en duda las condiciones de algunas figuras para enfrentarse a la crisis, Burns subrayaba la seriedad de ésta aludiendo a las estimaciones que sitúan el déficit presupuestario en el 7 por ciento del PIB. "Esto es el doble de la cifra contenida en el plan de convergencia y debe compararse con el 4'4 por ciento del año pasado.". Las perspectivas de crecimiento, por otra parte, se sitúan entre cero y menos 1 por ciento -decía Burns- pese a lo cual la inflación sube, lo mismo que el desempleo. "Una señal positiva para los mercados es la exclusión del gabinete del ala izquierdista del PSOE... Si esto fuera definitivo y si se atendieran las reivindicaciones nacionalistas con ocasión de la elaboración del próximo presupuesto se haría posible la entrada de vascos y catalanes en el gobierno. Y dadas las posiciones pro-mercado de unos y otros, el gobierno que se constituyera incrementaría la confianza en la política que González debe llevar a cabo en su cuarto mandato".

También **Herald Tribune** del mismo día 15 se refería a esa cuestión, en un artículo titulado "Se pronostica una cuarta devaluación para la peseta". En éste se destacaba la opinión de Michael Burke, economista del Citibank en Londres, según el cual "este gobierno está particularmente mal situado ("particularly badly positioned") para llevar a cabo unas políticas fiscal y económica convincentes". "Cualquier disminución de las prestaciones sociales será difícilmente aceptada. Ahora bien, ¿cómo puede reducirse el déficit sin introducir recortes en ese área?, pregunta el analista monetario de Midland Global Markets".

Finalmente, en un editorial de **Financial Times** del día 16 de Julio, este periódico señalaba que "el nuevo gobierno de González se halla debilitado por la ausencia de los partidos nacionalistas catalán y vasco, los cuales no es probable que entorpezcan la labor de la Administración en un futuro próximo pero pueden criticarla desde las bandas si la medicina

económica que aplica no es de su gusto". Pero "más preocupante es la composición del nuevo equipo ministerial de González", añadía el editorial. Por supuesto, éste ha conseguido una mayor libertad de acción -comentaba- pero todavía no se ha librado definitivamente de los oponentes en el interior de su propio partido. Además, los nuevos responsables de la economía "no tienen convicciones particularmente fuertes sobre lo que tienen que hacer, y no está claro que dispongan del instinto o de los arrestos ("the stomach") necesarios para llevar a cabo un programa doloroso de reformas radicales".

En la última parte de esta sección se agrupan, como es habitual, los pareceres de los medios de información de lengua alemana sobre temas actuales de interés económico.

Entre los que atañen a la propia economía alemana figura un trabajo "Los primeros síntomas de la posible recuperación en Alemania", con las versiones al respecto, no sólo de los medios de comunicación, sino del documento hecho público por el Canciller Kohl hace unos días. Nos ha parecido igualmente oportuno recoger, con el título "El marco alemán, en entredicho", las últimas apreciaciones en torno a los signos de debilidad que viene acusando esta divisa, así como dos artículos, uno sobre la reforma ferroviaria en Alemania y otro relativo a la fusión de la Mercedes AG Holding con la Daimler Benz AG.

"Algo más que una cumbre de palabras vacías" es la colaboración que compendia el modo como la prensa en lengua alemana ha visto la reciente cumbre del Grupo de los Siete celebrada en Tokio.

Por último, estimamos que debían figurar en la sección dos cuestiones como los recientes cambios registrados en el mercado mundial del oro y la situación económica en una serie de llamados "pequeños países industrializados" de Europa, entre los que figura España y que ha tratado hace poco la prensa especializada suiza.

El temario de la Ronda Uruguay.

*La siguiente relación comentada de los temas que integran el presente programa de negociaciones del GATT apareció publicado en **Financial Times** de 9 de Julio.*

Comercio agrícola.

La liberalización del comercio de productos agrarios es fundamental para los países en vías de desarrollo, frustrados por las dificultades de acceso a los mercados de Estados Unidos y de la CE. Tales países, además, se quejan por el daño que ocasionan a los precios agrícolas internacionales los suministros procedentes de los países ricos que subvencionan las exportaciones, sobre todo la CE. Grupos de intereses muy poderosos de la propia Comunidad y de Estados Unidos harán todo lo posible por mantener la protección actual.

Ganadores: los países subdesarrollados y los del Este de Europa, que mejorarían sus posibilidades de exportación y verían aumentar los precios mundiales de sus productos.

Norteamérica, Australia y Nueva Zelanda, con unos sectores agrícolas muy eficaces, también se beneficiarían de la liberalización de este comercio.

Perdedores: La CE, en la que la Política Agrícola Común asegura unas rentas agrarias aceptables independientemente de la competitividad global, al tiempo que financia la colocación de abundantes excedentes agrícolas en los mercados mundiales.

Supresión de las protecciones no arancelarias.

El GATT pretende acabar con todas las formas ocultas o fácilmente manipulables de protección -contingentes, arreglos sobre cuotas de mercado, etc.- substituyéndolas por aranceles aduaneros. Estos son más transparentes y pueden ser reducidos progresivamente. Bajo este epígrafe se incluyen también algunos casos del comercio agrícola como son la negativa de Japón y de Corea del Sur de abrir sus mercados para el arroz, el régimen de importación de plátanos de la CE y el sistema de gestión de los suministros agrícolas de Canadá.

Ganadores: Los países en vías de desarrollo y los principales exportadores de cereales, como Estados Unidos. Los exportadores de plátanos de Iberoamérica.

Perdedores: Los protegidos agricultores de Japón y de Corea del Sur. Los exportadores de plátanos del Caribe y otras antiguas colonias con acceso preferente al mercado de la CE. Los protegidos fabricantes de productos lácteos de Canadá.

Textiles.

Las exportaciones de estos productos resultan esenciales para muchos países en vías de desarrollo. Un buen número de dichas exportaciones han estado controladas mediante contingentes o cupos al amparo del Acuerdo Multifibras. Un eventual arreglo en el marco de la Ronda Uruguay llevaría a la supresión de tales cupos a lo largo de 10 años, dejando como única barrera los aranceles nacionales.

Ganadores: Los países en vías de desarrollo, que verían aumentar sus ventas a Estados Unidos y a la CE. La CE y Japón, cuyos productos de alta calidad encuentran en el presente dificultades para entrar en Estados Unidos a causa de los elevados derechos arancelarios de este país.

Perdedores: Estados Unidos, en el que los productores verían en la próxima década la desaparición tanto de los contingentes como de los elevados aranceles. Los países en vías de desarrollo, los cuales deberían abrir paulatinamente sus mercados a las importaciones.

Productos siderúrgicos.

La excesiva capacidad de producción global y una compleja historia de subvenciones han conducido a la superoferta de muchas especialidades. La recesión, además, ha reducido la demanda de acero, y las nuevas tecnologías han hecho inviables muchas de las antiguas plantas integrales. Los productores de todas partes han buscado protección, al tiempo que se esforzaban

por modernizar y racionalizar. La historia del Acuerdo Siderúrgico Multilateral es un reflejo de la acción de esas fuerzas opuestas.

Ganadores: Los exportadores a Estados Unidos, ahora penalizados con derechos antidumping y compensadores. Los productores eficaces, particularmente las miniacereras, las cuales deberían prosperar cuando desaparezca el ASM.

Perdedores: Las plantas ineficaces, integrales. Los productores sostenidos con subvenciones o con mercados protegidos.

Intercambio de servicios.

Un gran paso adelante para la Ronda Uruguay sería la supresión de obstáculos que dificultan el intercambio de servicios. Este término incluye una gran variedad de actividades tales como los seguros, la banca, la construcción, la distribución, el turismo, el software, los servicios actuariales, o los jurídicos, etc. etc. La apertura de mercados de servicios financieros a lo largo y ancho del mundo subdesarrollado ha sido y es un objetivo prioritario para Estados Unidos y para Europa.

Ganadores: Compañías de servicios financieros, profesionales y consultores de Estados Unidos y de la CE (particularmente Francia).

Perdedores: Proveedores de servicios -protegidos e ineficaces- del este asiático y del mundo subdesarrollado. Japón, Corea y los nuevos países industrializados de Asia podrían ser las mayores víctimas de una liberalización en este campo.

Servicios marítimos.

Estados Unidos desea la apertura de las actividades portuarias y terrestres relacionadas con el transporte marítimo. Para la CE y Japón lo prioritario en este campo es la desaparición de las cartelizadas conferencias marítimas que controlan una gran parte del tráfico mundial.

Ganadores: Las compañías navieras que no forman parte de las conferencias que controlan líneas oceánicas concretas. Las compañías de transporte y distribuidoras que desean poder competir en el tráfico de las fábricas a los puertos.

Servicios audiovisuales.

Las ventas de películas y de programas de televisión ocuparon el año pasado el segundo lugar de las exportaciones norteamericanas, detrás de las de aviones. El principal mercado es la CE, en la que los límites nacionales obstaculizan el crecimiento de las exportaciones. Estados Unidos quiere que la Comunidad renuncie a las exigencias de un porcentaje mínimo de programas en lenguas locales y de películas y programas producidos localmente. La vida en este sector se ve más complicada aún como consecuencia del desarrollo que se está produciendo en materia de comunicaciones por cable y por satélite. La CE, por su parte, insiste en que las culturas locales deben ser protegidas.

Ganadores: Estados Unidos, si la CE se abriera más. Firmas japonesas controlan ahora muchas de las grandes productoras de películas de cine norteamericanas, por lo que apoyan las iniciativas de éstas. La industria cinematográfica de la India también genera grandes ingresos por exportaciones.

Perdedores: La CE, en especial Francia, donde la hegemonía cultural norteamericana es impopular.

Derechos de propiedad intelectual.

La protección de los derechos de autor y de las patentes es muy poco estricta en la mayor parte del mundo subdesarrollado, lo que explica que Estados Unidos insista para que la propiedad intelectual esté mejor defendida, desde los libros y la música hasta los vídeos y el software informático. Al mismo tiempo, muchos países en vías de desarrollo se resisten a pagar elevados royalties a las empresas occidentales fabricantes de productos farmacéuticos por las licencias para la utilización de los específicos que necesitan para sus poblaciones. Los países menos desarrollados han condicionado su actitud en esta materia a lo que hagan Estados Unidos y Europa con los productos agrícolas y con los textiles.

Ganadores: Muchas firmas, la mayor parte de ellas del mundo industrial, que necesitan una protección eficaz de sus patentes y derechos para justificar sus importantes inversiones en investigación y en innovación.

Perdedores: Los consumidores pobres de medicinas y de preparados alimenticios del tercer mundo, que deberían pagar más por estos productos. Los piratas que actúan en el mercado de videos y de software. Los que plagian diseños u otras innovaciones de producto.

Solución de los conflictos.

Estados Unidos dice que el procedimiento para la solución de disputas del GATT es lento e inseguro, por lo que dicho país, y también la CE, se han otorgado el derecho de resolver unilateralmente los conflictos en los que se ven implicados. Se trataría de establecer un sistema eficaz para que tales problemas fueran resueltos por una instancia plurinacional.

Ganadores: Todos los países subdesarrollados y muchos industriales, sujetos hoy a presiones bilaterales de Estados Unidos.

Perdedores: Estados Unidos, que se resiste a renunciar a la Sección 301 de su Trade Act.

La Organización de Comercio Multilateral.

La Ronda Uruguay estaba destinada a conseguir lo que debía haberse alcanzado en 1947, cuando el GATT fue creado: una organización del comercio multilateral (OCM), con mayor autoridad que la que el mismo GATT tiene en la actualidad. Tal organización debería incluir el comercio de manufacturas, de productos agrícolas, de textiles, así como, ahora, de servicios. También sería competente en la gestión de todo lo que se había conseguido en la Ronda Tokio en materia de subvenciones, de dumping y de compras gubernamentales.

Ganadores: Todos los que defienden la solución multilateral de los conflictos comerciales.

Perdedores: Estados Unidos y todos aquellos países a quienes les preocupa la pérdida de soberanía, toda vez que la OCM supondría la cesión a ésta de algunos poderes de decisión nacionales.

Subvenciones, dumping y compras gubernamentales.

Son cuestiones conflictivas por su propia naturaleza. Pero el caso es que ejercen una influencia cada vez mayor en el comercio internacional. Son materia de "códigos" especiales supervisados por el GATT, aunque sólo una minoría de los países de éste los ha firmado. Los que lo han hecho desean que los demás lo hagan también y que se sometan a las correspondientes obligaciones.

Ganadores: Los países subdesarrollados que apenas pueden hacer uso de subvenciones y que son con frecuencia víctimas de dumping. Estados Unidos y la CE, que querrían que nuevos países se sometieran a la disciplina de los "códigos".

Perdedores: Estados Unidos, que vería erosionados sus poderes soberanos. Los países en vías de desarrollo, que no se sienten obligados por las reglamentaciones existentes. La CE, que utiliza profusamente las subvenciones y cuyas compras gubernamentales constituyen un gran mercado, codiciado por Estados Unidos.

GATT: ¿Qué pasará ahora en Ginebra?

(Frances Williams, en "Financial Times").

La largo tiempo durmiente Ronda Uruguay de negociaciones comerciales se pondrá nuevamente en marcha en Ginebra dentro de un par de días, cuando los negociadores de la llamada Cuadrilateral, o "Quad" -Estados Unidos, CE, Japón y Canadá- den cuenta a sus interlocutores del GATT del acuerdo a que llegaron en Tokio sobre reducción de los aranceles aduaneros de una serie de productos.

Esta será la señal que han estado esperando desde Enero los más de 100 países que toman parte en la Ronda, paralizada por la falta de acuerdo entre Estados Unidos y la CE sobre lo que se ha llamado "marked access" o, lo que es lo mismo, sobre recortes de los derechos de aduana. Ahora, los negociadores dispondrán de cinco meses para concluir la complejísima misión de poner punto final a la Ronda. Ese es el tiempo que queda hasta el 15 de Diciembre, fecha en que vence la autorización dada por el Congreso norteamericano a su Administración para llevar a cabo tal tarea.

Esta será la cuarta fecha límite que los negociadores se habrán fijado para completar su labor desde que la Ronda se puso en marcha en 1986. Los participantes en ella esperan que tal fecha será la definitiva.

Los problemas clave que quedan por resolver son los siguientes:

Aranceles. El acuerdo a que llegaron los representantes de la "Quad" han de ser ahora aceptados por los 111 países signatarios del Acuerdo General, o GATT. Esto es así porque según el principio de nación más favorecida cualquier concesión que se hagan dos o más países debe hacerse extensiva a todos los demás.

Los países en vías de desarrollo pueden pensar que los Estados Unidos no han hecho lo suficiente por reducir sus elevados aranceles sobre productos textiles. Por su parte, Washington y la CE insisten para que los países más pobres abran más su mercados a las importaciones.

La eliminación de los derechos sobre el acero está condicionada a la conclusión de un Acuerdo Siderúrgico Multilateral que prohibiría las subvenciones a esta industria. Sin embargo, las negociaciones sobre tal acuerdo, en las que participan 30 países, apenas han avanzado, por lo que se hace difícil prever una conclusión feliz de las mismas, por lo menos mientras se mantengan los aranceles penalizadores que Estados Unidos impuso recientemente a las importaciones de acero de diversas procedencias.

Agricultura. El acuerdo de "Quad" no incluyó a los productos agrícolas. Las negociaciones sobre éstos prometen ser borrascosas. Japón y Corea se niegan a levantar la prohibición que tienen establecida de importar arroz. Estados Unidos, por su parte, junto con los 13 países exportadores de productos agrarios del llamado "Cairns Group", quieren poder disponer de un mayor acceso a los mercados de la CE. Los productores de plátanos de Iberoamérica han amenazado con vetar cualquier acuerdo si la CE no cambia su régimen de importación del citado producto, régimen que juzgan discriminatorio.

Mientras tanto, Francia ha mantenido su fuerte oposición al arreglo a que llegaron Estados Unidos y la CE sobre reducción de subvenciones a las exportaciones agrarias y cuyo contenido debería ser parte integrante del acuerdo global.

Servicios. Los países de la Cuadrilateral no consiguieron ponerse de acuerdo sobre la apertura de los mercados para los servicios, aunque en Ginebra se dice que se han hecho progresos en esta materia, susceptibles de llevar a conclusiones positivas. En materia de servicios financieros, Estados Unidos y la CE querrán más concesiones por parte de Japón y otros países asiáticos. En cuanto a telecomunicaciones, el acuerdo de la "Quad" parece haber abierto el camino para unas fructíferas negociaciones liberalizadoras. De todos modos, los obstáculos han de seguir siendo considerables en este terreno, lo mismo que en el del transporte marítimo, por la falta de entendimiento entre EU y la CE.

Normas de actuación e institucionales. Los negociadores deberán completar el código de normas conocido con el nombre de "Final Act", redactado por Arthur Dunkel, el predecesor de Peter Sutherland, actual Director General del GATT.

El borrador de dicho texto llena 400 páginas, comprende 15 áreas distintas e incorpora 26 acuerdos independientes. Se trata, pues, de un trabajo complejo, y a pesar de las advertencias de que cualquier alteración del contenido presente desequilibraría el conjunto, Estados Unidos está decidido a introducir enmiendas en los capítulos del antidumping y de las subvenciones, así como de los textiles, propiedad intelectual, standards medio-ambientales y creación de una Organización del Comercio Multilateral fuerte.

A juicio de los representantes de numerosos países, tanto ricos como pobres, el mayor obstáculo puede ser la insistencia de Estados Unidos en la primacía de sus leyes comerciales internas sobre los acuerdos multilaterales, en especial por lo que se refiere a la utilización de eventuales sanciones unilaterales contra los que practican un comercio que dicho país considera ilícito ("unfair").

Arthur Dunkel, que cuenta con una experiencia de 20 años en materia de negociaciones comerciales, tiene sus propias ideas. "No olviden nunca", decía recientemente, "que la firma del Tratado de Roma se retrasó cuatro horas por culpa de los plátanos".

Del GATT a la Organización del Comercio Multilateral.

(Reginald Dale, en "Herald Tribune").

El comercio mundial necesita un nuevo órgano director. Es decir, tal vez no uno completamente nuevo. Bastaría con acondicionar el que ya existe, darle una nueva imagen y promoverlo. Después de esto podría encargársele una mayor vigilancia, dotándole para ello de un conjunto de medios adecuados y poderosos.

Esto es exactamente lo que puede ocurrir si Estados Unidos y sus interlocutores comerciales consiguen finalmente poner fin a la vieja disputa sobre los poderes del GATT, la entidad que durante 45 años ha actuado de guardián del sistema de comercio mundial. Es importante que las discusiones acaben.

En un momento en que la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales multilaterales entra en la que toda persona juiciosa debe fervientemente esperar sea la fase final, dicho problema no puede ser aplazado una vez más. El Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio, de la forma en que ahora existe y funciona, no tiene la autoridad que se necesita para hacer cumplir las partes esenciales de la Ronda que son los intercambios de servicios y la protección global de la propiedad intelectual, áreas en las que los negociadores están pisando terrenos hasta ahora desconocidos.

Si bien el GATT ha realizado durante cuatro décadas una valiosísima labor de custodia de los principios que regulan el comercio de mercancías, lo cierto es que no constituye aún más que un arreglo contractual provisional. Cuando se crearon las instituciones internacionales de la postguerra, un Washington entonces todopoderoso se negó a aceptar una posible Organización del Comercio Internacional, la cual había de tener una constitución equivalente a la del Fondo Monetario y a la del Banco Mundial. El Congreso de Estados Unidos dejó claro entonces que nunca aceptaría el recorte de la autonomía de que dispone para la adopción y cumplimentación de las normas que regulan esta materia.

Casi medio siglo después, y por iniciativa de la Comunidad Europea y de Canadá, la OCI trata de salir de su tumba, sólo que ahora se llamaría OCM, es decir, Organización del Comercio Multilateral. Y si bien hay un amplio consenso en que debería formar parte del paquete final que resulte de la Ronda Uruguay, Washington, una vez más, opone al proyecto serias reservas. Las

autoridades norteamericanas aseguran que no tienen nada contra la idea como tal, pero dicen también que no podrían aceptar un acuerdo sobre la Ronda Uruguay si éste incorporara las propuestas detalladas de una OCM que aparecen en el borrador actual.

Algunas de las objeciones de Washington son razonables. Por ejemplo, el plan, en su estado presente, permitiría en principio que los países en vías de desarrollo consiguieran cambios de las normas comerciales a través del voto mayoritario, incluso contra el parecer de los países con un mayor volumen de comercio. El plan, además, supondría unas mayores facilidades para eludir las partes del acuerdo que un país considerara menos convenientes.

Ahora bien, aunque los defectos actuales del plan han de ser corregidos, no debería permitirse que Washington se saliera con la suya e impidiera la creación de la OCM. Por supuesto, debe contarse con la oposición del Congreso norteamericano. Uno de los objetivos de la Comunidad Europea al propugnar la resurrección de la OCM fue precisamente -y acertadamente- intentar restringir las actuaciones unilaterales del Congreso como juez de conflictos comerciales.

Resulta esperanzador ver que la Administración norteamericana parece mostrarse cada día más dispuesta a someterse a normas internacionales en esta materia, aunque no hasta el punto de complacer todos los deseos de los demás países. Sea como fuere, es en la resolución de las disputas comerciales que se originen donde el papel de la OCM podría resultar más eficaz.

Los nuevos mecanismos legales previstos para la OCM, en efecto, harían mucho más difícil la violación de la disciplina internacional de lo que es el caso ahora con el GATT. Las normas correctoras serían mucho más automáticas y más severas, y existiría un procedimiento de apelación adecuado.

En general, puede esperarse que una mayor autoridad y competencia del organismo encargado de supervisar el funcionamiento del sistema de comercio internacional le conferiría a éste una mayor entidad y una superior consideración en los escenarios mundiales. Con una OCM eficaz podríamos tal vez haber evitado los lamentables retrasos que han hecho que la Ronda Uruguay no haya concluido aún sus trabajos tres años después de haber vencido la fecha límite inicialmente prevista.

Paralelamente, si la liberalización comercial debe reconciliarse con la creciente oposición de los ecologistas, es importante que las decisiones comerciales sean adoptadas más abiertamente. Les es demasiado fácil ahora a los defensores del medio ambiente y a los proteccionistas criticar la atmósfera de secretismo en la que el GATT tiende a operar. En el clima político actual, en Estados Unidos y en todas partes, el nuevo organismo rector deberá estar cada día más dispuesto y en mejores condiciones de eludir y desactivar los ataques ecologistas.

En defensa del comercio dirigido.

*El artículo que se ofrece a continuación, de Michael Prowse, apareció publicado en **Financial Times** de 25 de Junio.*

Se solía decir que no hay nada cierto fuera de la muerte y de los impuestos. Los burócratas japoneses añadirían probablemente una tercera certeza a dicha lista: las demandas de Estados Unidos sobre reducción de las barreras comerciales de Japón.

Cualesquiera que sean las características del nuevo gobierno japonés, puede estar éste seguro que deberá contar con la incesante presión de la administración Clinton, y esto no sólo para que respete y cumpla los convenios existentes sino también para que aumente las importaciones de determinadas categorías de productos.

La determinación de Washington para obligar a Japón a que cambie su manera de proceder se ve reflejada no sólo en los discursos de las autoridades sino también en la evolución revisionista del pensamiento de algunos "think tanks" norteamericanos. Así, en un libro sobre las relaciones USA-Japón que acaba de ver la luz⁽¹⁾ Fred Bergsten y Marcus Noland, del Institute for International Economics, se incorporan a la corriente que defiende el comercio dirigido ("managed trade"), argumentando que hace falta una resurrección de las actitudes energéticas si se quiere conseguir que los norteamericanos tengan acceso al mercado japonés de muchos productos.

Según Bergsten y Noland, las barreras comerciales japonesas suponen la reducción de las exportaciones norteamericanas por un valor de 18 m. m. de dólares, aproximadamente.

Se trata de una **volte face** para Bergsten, director del citado Instituto, que propugnó una política comercial liberal a lo largo de todos los años 80. Hace unos pocos años, en aras del equilibrio intelectual, invitó a Laura Tyson, entonces profesora de la Universidad de Berkeley, para que escribiera un libro sobre el comercio dirigido. Ahora Bergsten propaga las tesis de Tyson. Noland, por su parte, ha dejado el Instituto para trabajar con la profesora en el Consejo de Asesores Económicos de Clinton.

Bergsten y Noland aseguran que continúan siendo librecambistas de corazón. Lo que a ellos más les gusta es identificar obstáculos al comercio y pedir su eliminación. Pero -añaden- las prácticas restrictivas están con frecuencia tan arraigadas y son tan opacas que eso es impracticable.

"Cuando esto ocurre, Estados Unidos debe elegir. Puede intentar convencer a Japón (a través de actuaciones gubernamentales o de cambios en los comportamientos de las empresas japonesas) para que admita a una o dos firmas norteamericanas en un determinado cartel (la "estrategia de la cooptación"), o puede pretender una expansión voluntaria de las importaciones que aprovecharía a un mayor número de firmas de fuera", escriben Bergsten y Noland.

(1) "Reconcilable Differences? US-Japan Economic Conflict", por Fred Bergsten y Marcus Noland. Institute for International Economics.

La cooptación de firmas norteamericanas en un cartel equivale a admitir la derrota. Sólo puede justificarse por razones políticas. Como reconocen Bergsten y Noland, esa solución tendría repercusiones adversas toda vez que en cuanto las empresas norteamericanas obtuvieran beneficios monopolísticos en los mercados japoneses perderían interés en la liberalización comercial.

La expansión voluntaria de las importaciones ("voluntary import expansion orders-VIEs) equivale al establecimiento de cuotas cuantitativas de participación en los mercados, medida apoyada por la administración Clinton, según parece. Al igual que lo que ocurrió con el tristemente famoso acuerdo sobre los semiconductores, se pediría a los burócratas japoneses que reservaran una porción de su mercado para empresas extranjeras.

No hay procedimiento racional alguno para calcular el volumen de las participaciones.

Los autores afirman que tales acuerdos son sólo una solución de recambio, pero los recomiendan, por ejemplo, en el caso de los superordenadores y en el de las fibras ópticas. Esta bendición explícita del comercio dirigido por parte de una institución respetada, de orientación centrista, constituye un auténtico espaldarazo para la administración Clinton, la cual puede ahora decir que sus políticas reflejan el sentimiento de los universitarios norteamericanos.

Con todo, la mayor parte del análisis de Bergsten y Noland apenas justifica sus propias conclusiones. Los autores empiezan su estudio señalando que el comercio bilateral de Estados Unidos con Japón ha aumentado muy poco en los últimos años. En cualquier caso, lo más significativo en este contexto es el excedente global de 130 m. m. de dólares de la balanza por cuenta corriente de Japón, y este excedente puede ser atacado mejor con instrumentos macroeconómicos tales como la política fiscal y la apreciación del tipo de cambio.

Los autores sostienen con razón que Estados Unidos y Japón tienden a converger, económicamente hablando (dando a entender que van siendo más iguales, y no lo contrario), y que las barreras comerciales de Japón se redujeron substancialmente en la pasada década. También subrayan los autores que las empresas norteamericanas han empezado a poner orden en sus casas, y que la pérdida de competitividad de Estados Unidos es en buena medida un reflejo de fallos internos tales como la baja tasa de ahorro y las deficiencias en materia de educación y de formación profesional.

Ahora bien, si Japón está cambiando ya, ¿por qué arrojar la toalla en materia de libre comercio? Con una administración Clinton inclinada a favor de un comercio con Japón burocráticamente dirigido, ¿no debería el Institute for International Economics indicar los argumentos clásicos a favor de un comercio multilateral convenientemente reglamentado?

Bergsten, sin duda, es sensible ante tales argumentos, hasta el punto de que dice haberse sentido incómodo escribiendo el libro. No hubiera sido nada extraño que terminara su razonamiento condenando incluso una versión limitada de comercio dirigido.

Lo que le hizo cambiar sus puntos de vista -dice- fue el análisis detallado de sectores concretos de la producción de Japón. Bergsten y Noland examinaron el conjunto de la actividad económica de dicho país, desde la agricultura hasta los automóviles, pasando por los ordenadores y los servicios financieros. En prácticamente todos los casos descubrieron una profusión grande de barreras, a veces de una sutilidad extrema. El libro, comenta Bergsten, "es la denuncia de un sistema cerrado y exclusivista ("closed, exclusionary system")".

Algunas pruebas de ello aparecen en la misma obra. El ratio de penetración de las importaciones en la industria japonesa es inferior al 5 por ciento, frente a más del 15 por ciento en Alemania y en Estados Unidos. El extraordinariamente bajo nivel de la inversión directa extranjera en Japón se ve reflejado en el minúsculo 1 por ciento de la participación de las empresas extranjeras en el total de las ventas del mercado interior, frente al 10 por ciento en Estados Unidos y al 18 por ciento en Alemania.

Nadie discute que Japón debería tomar medidas para abrir sus mercados. Lo que se trata de saber es qué medios habrían de utilizarse para ello. Bergsten se ha incorporado al campo de los que estiman que las restricciones de Japón son tan escandalosas que deben intentarse todos los medios posibles para su eliminación, incluidos los no ortodoxos. También cree Bergsten que la "gaiatsu" -la presión intensa del exterior- es la única manera de acelerar los cambios, los cuales, en último término, aprovecharán a los propios japoneses.

Al igual que la actuación de la administración Clinton, el libro podría tener repercusiones importantes. La presión ejercida sobre Japón puede conducir a resultados espléndidos. Con un poco de suerte, las VIEs podrían conducir rápidamente a un comercio realmente libre, de lo que saldrían beneficiados todos los participantes. Ahora bien, al concentrar la atención en el impacto a corto plazo de las medidas que se adopten sobre Japón, Bergsten y Noland no valoran suficientemente los riesgos a largo plazo que supone la intervención del Estado en cuestiones comerciales. Las VIEs podrían proliferar de la misma manera que lo hicieron las limitaciones voluntarias de las exportaciones en los años 80, con el consiguiente y progresivo deterioro del sistema de comercio global.

Dado que, según el propio análisis de Bergsten y Noland, no está en juego ningún interés económico vital de Estados Unidos, no queda claro que merezca la pena arriesgarse hasta tal extremo. ¿Por qué no tener más paciencia? ¿Por qué no buscar remedios en el marco de los mecanismos multilaterales existentes, tales como el GATT? ¿Por qué no confiar en que el sentido común de los consumidores japoneses jóvenes forzará el cambio?

Elogio del comercio libre.

El artículo que sigue apareció publicado en Newsweek de 12 de Julio. Su autor es Marc Levinson.

Si prestan atención -dijo en su momento el candidato presidencial Ross Perot- podrán oír el sonido de la aspiradora que absorbe y se lleva a Méjico los empleos de Estados Unidos. Advirtiendo que 800.000 puestos de trabajo alemanes podrían ser perdidos en beneficio de otros países, Tyll Nacker, presidente de la Asociación de Industrias Alemanas, se expresa así: "Debemos conseguir que nuestras industrias vuelvan a ser competitivas si no queremos descender a segunda división". Un diputado conservador británico, Spencer Batiste, participa del mismo sentimiento: "Fatalmente, los países con unos costes laborales menores se quedarán con los mejores puestos de trabajo".

A medida que las economías del mundo industrial desaceleran su paso, crecen y se agrían las acusaciones contra la competencia exterior. En los rascacielos de las grandes ciudades y en los cafés de las pequeñas poblaciones, de Oshkosh a Oberdorf y a Oldham, voces y más voces claman y condenan el hecho de que las empresas se trasladen a Méjico y a China y que las importaciones que estos países envían destruyan nuestras industrias locales, nuestros puestos de trabajo y nuestras comunidades. Incluso los japoneses, temerosos de la recesión, se muestran preocupados por la amenaza de la competencia a bajo coste de Corea del Sur y del Sudeste asiático.

Conscientes de estas preocupaciones, los líderes de los grandes países se están esforzando por conseguir un nuevo tratado comercial global, y esto bajo los auspicios del GATT, que preside el sistema de libre comercio que sin duda más ha hecho por proporcionar al mundo industrial la prosperidad que alcanzó en la etapa de la postguerra.

Todos los esfuerzos que se hagan en tal sentido estarán justificados, teniendo especialmente en cuenta la popularidad que está adquiriendo el nuevo evangelio comercial que predica que la apertura de un país al comercio internacional favorece al mundo pero le perjudica a él. Los misioneros de estos nuevos principios son ejecutivos y agricultores que desean que los gobiernos les protejan contra las presiones competitivas que reciben sus empresas y sus producciones; sindicatos que ven como se socava su poder negociador, y ecologistas que establecen una relación entre comercio y deterioro del ecosistema.

Los puntos de vista de todos ellos han ganado mucho terreno, y en ningún lugar más que en Estados Unidos. En una encuesta llevada a cabo por Newsweek, casi cuatro de cada cinco de los norteamericanos que contestaron a lo que se les preguntaba estuvieron de acuerdo en que las importaciones son por lo menos en parte responsables del lento crecimiento de su país. En un popular debate, Robert Lawrence, economista de Harvard, hizo notar que "pensamos que las exportaciones son buenas y las importaciones malas". La semana pasada, algunos opositores norteamericanos de la libertad de comercio consiguieron que un juez federal de Washington paralizara ("to block") el proyecto de Tratado de Libre Comercio entre Méjico y Estados Unidos con el discutible argumento de que perjudicará al medio ambiente. Esto es también lo que ocurre con el partido de los Verdes en Alemania, que intenta paralizar el Tratado de Maastricht sobre integración europea apelando al Tribunal Constitucional de dicho país.

La reacción popular contra el libre comercio en Estados Unidos es importante porque durante una gran parte del período de la postguerra este país fue el campeón de la libertad comercial. A través del ejemplo, Norteamérica consiguió que Europa, Japón y países en vías de desarrollo siguieran la misma línea. Fue fácil entonces encontrar razones estratégicas en la lucha contra el comunismo. Ahora que la guerra fría ha sido ganada, el argumento principal, y prácticamente único, ha de ser el económico. Este argumento proclama que la libertad de comercio es positiva para la economía de los distintos países. Pero en un mundo rico con dificultades crecientes, tal argumento no es siempre bien aceptado ni resulta siempre convincente. Pero, ojo, no se fíen de los que, de nuevo, predicán el proteccionismo. La libertad de comercio es realmente buena para todos.

Puede que esto no resulte evidente si se leen los titulares de la prensa, los cuales subrayan las quejas de los siderúrgicos que atribuyen sus males a las importaciones más que a la mala gestión de sus propias empresas o a las menores necesidades modernas de productos de acero.

A pesar de algunos notables desequilibrios comerciales bilaterales como el de Estados Unidos y Europa con Japón (debidos en buena parte a la persistencia de barreras, oficiales o no, que han resistido su desmantelamiento), el panorama comercial global es todo menos desastroso. Si se cuentan bienes y servicios -lo que raramente hacen los múltiples proteccionistas, aunque en nuestros días da una mejor idea del comercio total de un país- el déficit para los países industrializados fue sólo de 39 m.m. de dólares el pasado año, lo que resulta relativamente insignificante en una economía colectiva de 20 billones de dólares.

Es evidentemente cierto que las importaciones y la competencia extranjera han destruido muchos puestos de trabajo en los países industrializados. Los temores de los trabajadores no son irracionales. Muchos trabajadores que han sido desplazados -bien por el comercio bien por otras causas, como la automatización- encontrarán nuevos empleos inicialmente peor pagados, con prestaciones sociales menos generosas, y conservarán indefinidamente un sentimiento de vulnerabilidad. Tampoco los temores de los sindicatos son irracionales. Los líderes sindicales deben responder a los miembros que temen que sus empleos están en peligro, no a los miembros potenciales de mañana. Esta es la razón de que los sindicatos alemanes se opongan a la exportación de puestos de trabajo a países que ofrecen menor protección social, salarios inferiores y unas largas jornadas laborales. Es por esto por lo que los sindicatos agrícolas de Francia y de Japón desean un compás de espera en la liberalización comercial internacional. Este es asimismo el motivo de que, en Estados Unidos, la organización United Auto Workers dirija el combate contra el Area de Libre Comercio de América del Norte, a pesar de que el economista Edward Leamer, de UCLA, asegure que el pacto conduciría a una mayor exportación de automóviles.

Aunque ello desagrade a los directamente afectados, la desaparición de puestos de trabajo no es mala para una economía. El mismo cambio económico que elimina viejos empleos crea millones de otros nuevos. Puede que éstos no sean tan visibles como los de las plantas siderúrgicas y los de las fábricas de automóviles, pero esto no los hace menos importantes. Piensen en los hombres y mujeres que trabajan para Michael Arlen, un californiano de 39 años. El pasado año, la agencia de publicidad de Arlen en Los Angeles estaba a punto de cerrar. A éste, desesperado, se le ocurrió buscar contratos en Asia y encontró oro. Hoy, su compañía, con 10 empleados, se ocupa de la publicidad en Estados Unidos de varias firmas de electrónica de Japón y Taiwan. La facturación aumenta y Arlen deberá tener que ampliar pronto. "Los intercambios con el exterior han salvado a nuestra firma", dice pura y simplemente.

La economía internacional puede a veces resultar amable incluso para sectores que, en principio, están siendo devastados por la competencia exterior. Johnstons of Elgin es una firma escocesa que fabrica artículos de lana desde hace cerca de 200 años. En un sector que ha estado perdiendo 25.000 puestos de trabajo al año desde 1989 a causa de la competencia de los países de bajos costes asiáticos, Johnstons ha podido incrementar su plantilla de 280 a 350 trabajadores en los últimos cuatro años. "Es un faro que brilla en medio de la oscuridad", dice un experto de la industria textil. Las ventas de la compañía alcanzaron los 16 m. de dólares el año pasado, frente a 10 m. cuatro años atrás. Todo ese aumento procedió de las exportaciones de cashimiras y lanas finas. Las exportaciones suponen en el presente el 70 por ciento de las ventas de Johnstons.

Son muchas las empresas de servicios con nombres desconocidos que animan hoy el comercio internacional. Vean si no a Jacques Bergaud, que dirige un estudio fotográfico en París y que cuenta entre sus clientes a casas como Vogue, a publicaciones japonesas y a firmas como la Benetton italiana. "En 1990 el negocio empezó a ser más y más internacional", dice Bergaud.

"Tenía un exceso de trabajo y decidí ampliar. Francia no es precisamente un paraíso para los servicios, por lo que pude encontrar un espacio ofreciendo un "paquete" de servicios "a l'américaine". Lo que Bergaud hizo fue transformar un garage Renault que nadie quería en una empresa verticalmente integrada dedicada a la producción y comercio de fotografías sobre moda llamada Pin Up. Lo que ofrece en realidad son estudios, técnicos, laboratorios de revelado, talleres gráficos, un restaurante, una piscina y estudios móviles (los autobuses pueden incluso repostar en los viejos depósitos de carburante del garage). Bergaud da trabajo ahora a 23 personas y tiene un volumen de negocio de 5 millones de dólares, el 80 por ciento del cual se realiza fuera de Francia.

El debate político, naturalmente, se concentra principalmente en el empleo generado directamente por el comercio exterior. Sin embargo, el beneficio real de éste y de la inversión exterior procede de las menos visibles maneras cómo uno y otra influyen en la mejora de la economía. Como dice sucintamente el economista Gene Grossman, de Princeton, "lo fantástico del comercio es la importación, no la exportación" ¿Por qué? Porque la mayor competencia obliga a las firmas a ser más productivas. Esta desesperada necesidad de mejorar la productividad dinamiza el conjunto de la economía. Entre sus repercusiones figuran las siguientes:

- **Menor inflación.** ¿Cuándo oyó usted por última vez que un político despotricara contra la subida de los precios? Esto solía ocurrir con frecuencia, tanto en Europa como en Estados Unidos. Ahora es el mercado el que soluciona la cuestión. La rápida disponibilidad de importaciones ha disminuido el poder de las empresas para elevar los precios de sus productos. Naturalmente, esto va en contra de los beneficios de aquéllas, por lo menos a corto plazo. Pero unos beneficios más ajustados obligan a una mayor eficacia, lo que explica que las empresas se resistan a los aumentos salariales, abandonen la producción de lo que les sale mal y encuentren maneras mejores de hacer lo que les sale bien. Mercedes Benz, por ejemplo, ha reorganizado su estructura para producir sólo en los 80 centros en los que obtiene beneficios. Estas cosas explican por qué los precios de los automóviles Mercedes y de todo tipo de coches y de maquinaria han estado subiendo mucho menos que la tasa de inflación global y por qué los ordenadores y los aparatos de televisión han ido siendo más baratos. Son los servicios protegidos de la competencia exterior los que han activado la inflación.

- **Mejores compras.** El crecimiento de las importaciones ha sido una bendición para los consumidores y ha proporcionado las primeras materias de las cadenas de supermercados y grandes almacenes que se han apoderado de la distribución. Y no presten atención a los que pretenden que el comercio exterior beneficia a los sectores de población más "educados" y perjudica a las clases trabajadoras. Son las familias de rentas más bajas las que resultan más perjudicadas por las restricciones comerciales, toda vez que son éstas las que gastan una mayor proporción de sus ventas en los almacenes. Los contingentes y los elevados aranceles que incrementan los precios de las importaciones con el fin de proteger el empleo de los confeccionistas norteamericanos apenas preocupan a los residentes en barrios elegantes como Beverly Hills. En cambio, resultan muy gravosos para los bolsillos de los habitantes de Watts, uno de los barrios degradados de Los Angeles.

Los obstáculos ocultos al comercio exterior -tales como los que existen en Japón- todavía resultan más perjudiciales para los consumidores. Un reciente estudio realizado para el Institute for International Economics, de Washington, por los economistas japoneses Yoko Sazanami y Shujiro Urata, muestra que mientras el arancel oficial japonés para la ropa confeccionada era sólo del 10 por ciento, lo que en realidad se había de pagar a la importación elevaba en un 187 por ciento el precio de los artículos. Los precios del pan y del arroz, productos que no tienen arancel

de aduanas, son tres y siete veces mayores, respectivamente, de lo que serían si no existieran las barreras que frenan la importación.

- **Mayor inversión.** Alrededor de 775.000 trabajadores industriales de Gran Bretaña trabajan ahora en subsidiarias locales de empresas extranjeras. Firms japonesas invirtieron 21 m.m. de dólares en dicho país en los 5 años anteriores a 1993, y empresas de propiedad japonesa emplean en él a 41.000 trabajadores. Pero los beneficios que se obtienen de todo ello van mucho más allá de estas cifras. "Los japoneses suponen sólo el 2 por ciento de la producción industrial del Reino Unido", dice Duncan Mackenzie, economista de Confederación de la Industria Británica. "Ahora bien, teniendo en cuenta que trabajan muy próximos a sus proveedores, el resultado ha sido una elevación general de la capacidad técnica".

No hay mejor ejemplo de esto que el de la planta para la construcción de automóviles Nissan, en Sunderland, que este año exportará el 88 por ciento de los vehículos que fabrica. La planta proporciona 3.000 empleos en una zona carente de puestos de trabajo en el noreste de Gran Bretaña, y otros 4.500 indirectos. Garel Rhys, profesor de economía de la industria automovilística en la Universidad de Cardiff, dice que la fábrica ha permitido conservar una apreciable cantidad de mano de obra capacitada, ha renovado la formación de muchos trabajadores británicos de forma que pueden seguir figurando entre los más productivos de Europa y "ha enseñado realmente al sector componentes lo que se necesita en términos de precios y calidad". En realidad, según Rhys, los japoneses han salvado a la industria automovilística británica. "Mi impresión es que si los japoneses no hubieran venido al Reino Unido, Ford y General Motors habrían ido disminuyendo sus actividades en este país hasta reducirlas del todo a últimos de siglo".

- **Mejor utilización del capital.** ¿Qué fue de la escasez de capital que, en la década de los 90, iba a incrementar los tipos de interés hasta límites nunca vistos? Ocurrió que nunca se produjo, y esto porque la presión del mercado monetario global ha obligado a las empresas a utilizar el capital más cuidadosamente. General Motors e IBM constituyen ejemplos de libros de texto de como la prodigalidad de la inversión puede perjudicar a los negocios. General Motors tiró el dinero en su altamente automatizada planta Saturn en los años 80, en vez de utilizar el espacio sobrante de que disponía en otras fábricas. El caso es que la aventura puede no producir jamás rendimientos con los que pagar los 5 m.m. de dólares que se gastaron en ella. El gran gasto de IBM en plantas y equipo no evitó el desastre en los años 90. La nueva frugalidad lleva a las compañías a sacar el máximo provecho de la gente y de las fábricas de que disponen, una razón esencial que explica por qué la productividad ha estado subiendo acusadamente.

- **Mejor gobierno.** La internacionalización eleva drásticamente las penalizaciones por una gestión errónea de la economía. Si la política de los gobiernos hace que la inversión sea inatractiva, los inversores tienen muchas opciones en otras partes. Esta es la razón de que, al revés de lo que ocurría en otras etapas de lento crecimiento, ninguno de los líderes que recientemente se reunieron en Tokio propusiera una mayor inflación o un aumento del déficit para estimular la expansión. "La política fiscal no puede ser el brazo promotor del gobierno", dice Henry Kaufman, el economista de Nueva York. "Esto es aceptado hoy por todos los grandes países".

¿Es el comercio exterior malo para el nivel de vida de los países industrializados, como pretende el nuevo evangelio proteccionista? Sin duda, el comercio ha obligado a abandonar la producción masiva de aquellos productos que no pueden resistir la competencia de los mismos productos importados a menor precio, lo que ha llevado a la fabricación de artículos más

sofisticados, de diseños específicos y de ciclos de vida cortos. Este cambio ha perjudicado y perjudica a los trabajadores menos cualificados. Ahí hay, evidentemente, un problema. Ahora bien, la elevación de las barreras protectoras es el más ineficaz de los remedios posibles, puesto que equivale a castigar a las partes más competitivas de una economía para preservar los puestos de trabajo de los sectores más anticuados.

El fasto inútil de las reuniones de los Siete Grandes.

(Reginal Dale, en Herald Tribune).

Un monstruoso fraude se va a perpetrar en Tokio a lo largo de los tres próximos días. Con la colaboración y la bendición de varios centenares de periodistas, un puñado de líderes mundiales conspirarán para crear la impresión de que está teniendo lugar un acontecimiento de primera importancia, de que el llamado Grupo de los Siete grandes países industriales va a ocuparse con éxito de la mejor manera de arreglar los problemas de la convulsionada economía mundial.

Los siete líderes reunidos en Tokio estarían encantados de que las cosas fueran así. Pero no hay prueba alguna de que estos encuentros hayan tenido efecto benéfico substancial alguno sobre la economía mundial en años recientes, y la verdad es que normalmente no han conseguido sacar adelante nada de lo que se habían propuesto.

Desgraciadamente, ninguno de los líderes tiene la valentía política de pedir la revisión del sistema de relaciones que lleva a estos encuentros y de sugerir que mientras tal revisión no se haga efectiva lo mejor es quedarse en casa.

De vez en cuando aparecerá un país que se queje de que estos encuentros anuales -de los que el de este año es el número 19- han alcanzado unas proporciones excesivas por lo que se refiere a la burocracia que los acompaña, a los largos y oscuros comunicados, a la pompa innecesaria. Pero cuando a tal país le llega la hora de ser el anfitrión no puede resistir la tentación de emular a sus predecesores en magnificencia y esplendor.

Todos los participantes tienen interés en conservar tales apariencias de poder neo-colonial. Es sabido que los festejos que tienen lugar con ocasión de esas cumbres hacen que los políticos se sientan importantes y amados. En cualquier caso, mucho más que cuando están en sus propios países. En realidad, cuando peor han gobernado sus países más parecen sentir la necesidad de intentar gobernar el mundo.

Los líderes de Italia y Canadá, que tanto tuvieron que luchar para formar parte del grupo, apenas podrán quejarse pues bastante hacen con poderse sentar en la mesa. Y para Gran Bretaña y Francia, las reuniones en la cumbre les sirven para poder mostrar que todavía se encuentran en primera fila, aún sabiendo que es el G3 -el grupo constituido por Estados Unidos, Japón y Alemania- el que realmente cuenta en lo económico. (En lo político-militar, Francia y Gran Bretaña ocupan los puestos de Japón y Alemania como interlocutores de Washington).

Pero las reuniones en la cumbre también sirven para complacer y dar relieve a los periodistas, quienes pronto gustaron de saborear las reuniones de nivel internacional, juntándose todos los veranos con colegas de todo el mundo en lugares tales como París, Tokio y Venecia. Para justificar sus viajes, y sus gastos, deben obligatoriamente mantener la ficción de que se trata de eventos de gran trascendencia que han de ser presenciados y valorados "in situ".

Cuando Valéry Giscard d'Estaing convocó la primera reunión privada, de cinco países, en Rambouillet, en las proximidades de París, en 1975, no había ni siquiera un centro de prensa. Los reporteros se reunían en el café local.

Nada de todo esto tendría demasiada importancia si las reuniones en la cumbre consiguieran realmente algo. Pero el caso es que incluso los tan celebrados esfuerzos del grupo por ayudar a Rusia han resultado de una efectividad escasa, puesto que no han conseguido proporcionar lo que Rusia más necesita, que son inversiones privadas. Y por lo que a la economía mundial se refiere, ahí está. No se puede decir que sea un ejemplo de la habilidad del grupo.

Pero, sobre todo, en sus últimos encuentros, los políticos que concurren a las cumbres han destruido su propia credibilidad al prometer repetidamente el éxito de la Ronda Uruguay de negociaciones comerciales multilaterales sin que tales promesas se hayan cumplido. En un momento en que el mundo sufre tan obviamente las consecuencias de la falta de dirección, es particularmente frustrante contemplar unos líderes débiles que pretenden ser eficaces.

Por supuesto, existe la necesidad de la cooperación internacional para solucionar los problemas económicos y políticos, y existe probablemente también la necesidad de algo parecido al Grupo de los Siete. La cuestión es que las reuniones en la cumbre no funcionan. La mejor manera de hacer reaccionar a estos líderes tan complacientes sería que la prensa boicoteara la próxima reunión. No se puede esperar tanto, desde luego.

A falta de esto, los líderes pueden considerar la posibilidad de celebrar su próximo concilio por videoconferencia o, por lo menos, de volver a la fórmula sencilla y familiar de Giscard d'Estaing, lo que supondría que el encuentro se realizara en algún lugar remoto, sin centro de prensa. Hay muchos problemas que merecen la atención de los líderes. La supresión de la aparatosidad que contemplaremos estos días en Tokio ayudaría a resolverlos.

¿Destronamiento del Deutschemark?

*El artículo que sigue apareció publicado en **Financial Times** de 26-27 de Junio. Su autor es Martin Wolf.*

No se trata de un pretexto para entonar la Marsellesa, dice Jacques Delors, pero las recientes reducciones de los tipos de interés en Francia, Holanda y Bélgica, llevadas a cabo independientemente de cualquier distensión de la política monetaria por parte del Bundesbank, constituyeron, a juicio del presidente de la Comisión, un ejemplo reconfortante de cooperación europea. O, en cualquier caso, fueron sin duda una demostración de la debilidad del DM.

Por lo menos en teoría, no es una sorpresa que los tipos de interés a corto plazo en monedas estrechamente vinculadas al DM desciendan por debajo de los tipos alemanes. Dado que el mecanismo de cambios permite fluctuaciones en el interior de las bandas de hasta 2'25 puntos porcentuales, pueden producirse desviaciones de los tipos de interés a corto en respuesta a divergencias cíclicas, y esto aún en el caso de que no se lleve a cabo nunca un reajuste de las paridades.

Con todo, lo que está ocurriendo carece de precedentes. Los tipos de interés interbancarios a tres meses en florines holandeses han estado por debajo de los alemanes desde Enero de 1992. Recientemente, además, se han unido al florín el franco belga y, lo que es aún más significativo, el franco francés.

Por otra parte, el tipo de intervención oficial del Banco de Francia ha sido reducido ocho veces desde las elecciones parlamentarias de Marzo, hasta situarse un cuarto de punto porcentual por debajo del tipo de descuento del Bundesbank. Pese a ello, el DM sigue estando entre las monedas más débiles del sistema de cambios.

En estas circunstancias, no es ya ninguna fantasía referirse al franco francés como el ancla adjunta del SME. Ahora bien, ¿basta esto para llegar a la conclusión de que el DM podría dejar de ser del todo una ancla del Sistema?

La respuesta del Bundesbank sería, por supuesto, rotundamente negativa. Helmut Schlesinger felicitó recientemente a Francia por lo que había conseguido, pero añadiendo y subrayando que el Bundesbank había mantenido el DM estable durante 40 años y que pretendía seguir haciendo lo mismo en el futuro.

Schlesinger va a retirarse pronto, y su sucesor ya designado, Hans Tietmayer, tiene una visión más internacionalista de las cosas. Con todo, sabe perfectamente que su influencia como presidente del Bundesbank dependerá de la fortaleza del DM.

La impresión de los mercados a este respecto no tiene nada de apocalíptica. Los rendimientos de los bonos alemanes han aumentado desde Abril. Sin embargo, son más bien bajos si se proyectan en un contexto histórico. Entre las monedas del SME, sólo los bonos holandeses están por debajo de los alemanes. Fuera del Sistema, sólo dos monedas, el yen y el franco suizo, son contempladas como opciones mucho mejores, a largo plazo, que el DM.

El DM puede que no sea ya el rey indiscutible de las monedas de la Comunidad Europea, pero continúa siendo un co-regente. Los mercados no esperan que se deprecie a largo plazo frente a las otras monedas centrales europeas, ni tampoco, dramáticamente, frente al dólar norteamericano. Lo que prevén los mercados son nuevas reducciones graduales de los tipos de interés a corto en DM. Se espera que las monedas centrales del SME se deprecien frente al yen, al dólar, e incluso a la libra, a corto plazo, pero una baja sustancial a la larga sólo se producirá frente al yen, entre las principales monedas.

Las cosas, con todo, podrían torcerse, alterando esta confortable visión en dos direcciones ostensiblemente contradictorias. La primera posibilidad es la resurrección de las dudas sobre la capacidad, especialmente de Francia, para seguir en el buen camino. Si bien los tipos nominales franceses han bajado, los tipos a corto plazo reales se sitúan alrededor del 5 por ciento. Por otra parte, la tasa de desempleo de Francia puede ser, según previsiones de la Comisión, del 12 por ciento en 1994, al tiempo que las expectativas de crecimiento son modestas.

Philippe Seguin -líder de la facción anti-Maastricht en el partido gaullista y presidente de la Asamblea Nacional- ha atacado ya la política del "franco fuerte" del gobierno. Con unas elecciones presidenciales previstas para 1995, es fácil imaginar la reaparición de interrogantes sobre la predisposición francesa a tolerar tipos de interés elevados. No puede sorprender, así, que Francia desee que Alemania acepte reducciones coordinadas de los tipos de interés.

La segunda posibilidad es que la debilidad del DM resulte incontrolable a largo plazo, incluso para el Bundesbank. Esta visión apocalíptica ha sido anunciada por el inversor George Soros.

La explicación no es demasiado difícil. La deuda del sector público alemán equivale al 7'5 por ciento del producto interior bruto, lo que sitúa a Alemania entre los países más endeudados de Europa. Por otra parte, Alemania está en segundo lugar entre los países del grupo de los Siete Grandes por lo que se refiere a la tasa de inflación, y en el quinto lugar entre los de la Comunidad Europea.

Los costes laborales alemanes, además, se salen de lo normal, especialmente si se piensa que su verdadero nivel de desempleo (si se incluye el empleo parcial y otras modalidades de empleo distintas de la jornada completa) supera el 13 por ciento (más de 5 millones) de la masa laboral. Según información recogida por Morgan Stanley, los costes laborales de Alemania occidental son los más elevados del mundo, al tiempo que los de Alemania oriental son considerablemente mayores que los de países comparables de la antigua área socialista, como la República Checa.

Esto parece insostenible. Después de la unificación, Alemania necesitó una **apreciación** a corto plazo del DM, con el fin de facilitar la transferencia de recursos al este del país, recursos que con anterioridad eran colocados en el extranjero a través de los excedentes por cuenta corriente. Este reajuste parece haberse producido en parte a través de la apreciación nominal del DM (particularmente después del verano de 1992) y en parte a través de una inflación alemana mayor que la de sus interlocutores. A plazo más largo, con todo, Alemania necesitará una depreciación de su tipo de cambio real, con el fin de restaurar su competitividad.

Dos son los caminos susceptibles de llevar a una mayor competitividad: la depreciación y la desinflación competitiva. La primera es muy fácil en los casos de monedas frente a las cuales el DM flota. Frente a las monedas centrales de la CE, sin embargo, la **depreciación** nominal supondría un reajuste del DM a la baja, cosa a la que el Bundesbank se opondría probablemente con todas sus fuerzas.

Alemania realiza las dos quintas partes de su comercio con países cuyos tipos de cambio han permanecido fijos frente al DM. No obstante, podría conseguir una depreciación general real si las monedas centrales del mecanismo de cambios se depreciaran sustancialmente en relación con monedas de fuera del mismo.

Tal depreciación general de las monedas centrales del SME sería recibida con gran satisfacción por Francia, toda vez que esto le permitiría a este país combinar la fijeza del tipo de cambio bilateral frente al DM con el reforzamiento de la competitividad global.

Pero todo ello no sería probablemente del agrado del Bundesbank, el cual preferiría sin duda preservar un DM fuerte. Por otra parte, incluso el mantenimiento de la credibilidad del DM dentro del Sistema Monetario Europeo exigiría que la inflación subyacente de los costes unitarios de Alemania no fuere más alta que la de los otros países centrales europeos. Por esta razón se

puede asegurar que el banco central alemán hará todo lo que esté a su alcance por mantener la inflación subyacente tan baja como la de cualquier otro país comunitario.

Desgraciadamente, esto puede resultar irrealizable, dado que las políticas monetarias desinflacionistas de Alemania van normalmente acompañadas, se quiera o no, de políticas similares de otros países del SME. De ahí que lo que pudiera resultar de todo ello es un círculo vicioso de desinflación competitiva. Una forma de eludir tal espiral colectiva a la baja sería una reducción pronunciada de la inflación relativa de Alemania, lo que parece poco probable. Otra manera de salir de tal situación sería una sustancial contracción fiscal alemana, lo que parece más improbable aún. Pero aún podrían suceder otras cosas, como sería un nuevo colapso de la credibilidad alemana que hiciera posible que en otros países del SME se dieran unos tipos a corto muy inferiores a los de Alemania, lo cual es casi inverosímil. Una última forma de evitar aquella situación sería un salto a la unión monetaria. Esta es la menos probable de todas las eventualidades.

Puede que los mercados sean demasiado complacientes con la estabilidad del SME. Una amenaza es el abandono por parte del Bundesbank del esfuerzo para hacer bajar la inflación hasta alcanzar los niveles alcanzados por otros países del Sistema, toda vez que tal actitud socavaría la posición del DM en el seno del mecanismo de cambios. Ahora bien, la persistencia del esfuerzo del Bundesbank por reducir la inflación podría resultar igualmente peligrosa, ya que agravaría la recesión de la economía europea y acentuaría la angustia francesa. La solución no es fácil.

De hecho, lo que los mercados cambiarios contemplan es un choque a cámara lenta entre una fuerza irresistible -la reunificación alemana- y un objeto inmóvil constituido por la obligación del Bundesbank de mantener un DM estable. El banco central puede resultar vencido, que es lo que Soros espera. Si este es el caso, la escena monetaria europea podría experimentar una transformación sustancial.

Sea como fuere, no hay duda que la batalla para el restablecimiento de la credibilidad del DM seguirá suponiendo daños para todo el mundo. Incluso es posible que los alemanes no puedan seguir cantando "Deutschemark über alles". Pero lo que es casi seguro es que, dentro de un año, nadie cantará en Francia la Marsellesa para celebrar la derrota del DM. Ni siquiera en los cuartos de baño.

El franco cae en la trampa.

*El artículo que se transcribe a continuación, de François Renard, apareció publicado en **Le Monde** de 14 de Julio.*

Lo más importante de la tercera crisis que ha de soportar el franco desde Septiembre último es lo que tiene de repentino, la rapidez con que se produce, y también las circunstancias que la acompañan.

Veamos si no. El gobierno Balladur adopta medidas valientes, con una mayoría cómoda; obtiene un éxito con su gran empréstito, que se cubre más allá de todo lo que se esperaba, y es justo ese momento el que la especulación elige para lanzar uno de sus ataques. ¡La verdad es que hay motivo para desalentar toda virtud!

De hecho, frente a tal especulación -la cual, aunque duramente castigada dos veces, en Septiembre y en Enero, no acaba de declararse vencida- el franco ha vuelto a ser vulnerable en dos planos: uno de ellos técnico y el otro político. En lo técnico, el Banco de Francia ha podido por fin rebajar nueve veces sus tipos directores para eliminar la burbuja financiera que había elevado los tipos a corto plazo a niveles absolutamente destructivos y del todo inverosímiles para una economía en plena recesión.

Dado que Francia se halla mejor situada que Alemania por lo que se refiere a la tasa de inflación, por ejemplo, puede permitirse, en teoría, ver como sus tipos a corto se deslizan por debajo de los de Frankfurt, cosa que ha hecho en las últimas semanas, imitando así a belgas y holandeses. Al hacer esto, sin embargo, Francia renunció a una arma poderosa, a saber, la posibilidad de volver a subir sus tipos internos en caso de accidente, es decir, frente a un ataque sorpresa. Este ataque se ha producido, y la verdad es que nos ha sorprendido, como ha sorprendido al Tesoro y al ministro de Economía, que creían que el franco estaba ya fuera de peligro. Ha bastado que el INSEE haya oscurecido sus previsiones sobre la evolución de nuestra economía y que en el otro lado del Rin se hayan hecho algunos comentarios menos pesimistas sobre la situación alemana para que se haya producido un cambio radical de las expectativas de uno y otro país. Súbitamente, los operadores han cambiado de caballo, prefiriendo el corcel alemán, que les parece menos extenuado que el francés y en mejores condiciones de reemprender el trote.

Tales operadores, en los últimos meses, habían preferido los títulos del Estado francés -obligaciones y bonos del Tesoro- haciendo prever, con toda lógica, una baja de los tipos en París y, por lo tanto, una elevación de las cotizaciones. Pero, de repente, han vendido dichos títulos, no menos masivamente, y se han lanzado a la adquisición de títulos alemanes.

En las altas esferas, según parece, no se había considerado la posibilidad de un cambio de actitud de tal naturaleza, lo que explica la sorpresa incrédula que se está manifestando. Añadamos que la disminución de los tipos franceses a corto plazo al 7'50 por ciento -frente a más del 10 ó del 12 por ciento durante las dos crisis precedentes facilita la especulación contra nuestra moneda. Ahora cuesta menos, en efecto, obtener francos para venderlos según convenga, como así se hizo con éxito con la libra y con la lira.

En el plano político, la crisis revela actualmente hasta qué punto Alemania sigue siendo poderosa a los ojos de los medios financieros internacionales. Han bastado, como se dijo, algunas opiniones algo menos pesimistas para que el marco subiera. También pone de manifiesto la crisis que para esos medios financieros Francia soportará cada día menos el dictado del Bundesbank en materia de tipos de interés. En estas columnas hemos dicho frecuentemente que la economía francesa marcha con los frenos puestos, con unos tipos de interés reales que se acercan al 10 por ciento, si se tiene en cuenta la deflación que afecta a nuestros precios industriales. La especulación internacional se da cuenta de ello y se aprovecha de la situación para apostar por una salida del franco del Sistema Monetario Europeo. Ahora bien, como Balladur se niega a permitirlo -y se comprende, pues está en juego el prestigio de Francia, sobre todo para los prestamistas extranjeros- se produce una vez más el enfrentamiento.

A decir verdad, no se ve claro lo que puede pretender la especulación internacional, e incluso la nacional (la de algunos grandes grupos franceses), al plantear un nuevo enfrentamiento sobre la base del franco. Si el banco central alemán se hace siempre cargo de la defensa de nuestra moneda, y esto es lo que hace actualmente, ¿qué interés puede haber en proceder contra ella y en perder, como así ocurrió en Septiembre y en Enero? En el peor de los casos, el Banco de Francia va a experimentar pérdidas considerables en sus reservas de divisas, y ya se ha visto con qué rapidez dichas reservas pueden agotarse y luego reconstituirse. Sea como fuere, dado que el Banco de Francia no tiene la posibilidad, como se ha visto, de elevar substancialmente sus tipos directores para defender la moneda, salvo en el caso de que quiera arruinar todavía más nuestra economía -una auténtica trampa- la clave del problema se halla más que nunca en manos del Bundesbank. Este, que no quiere en modo alguno que el franco abandone el Sistema Monetario Europeo, se ve condenado a defender nuestra moneda y, probablemente, a reducir de nuevo sus tipos directores. Es el precio que debe pagar si quiere evitar que el SME -o lo que queda de él- estalle. ¿Es que no se ve como el franco belga es a su vez atacado, después de haberlo sido el franco francés? Una vez más la pelota está en campo alemán. En Frankfurt, para ser exactos.

"Fortress Europe, 1993".

El artículo que aparece seguidamente fue publicado en Newsweek de 12 de Julio. Su autor es Serge July, director del periódico francés "Libération".

Durante los años 80, cuando estaba tomando forma el Mercado Unico Europeo y cuando se empezaba a hablar de una unión monetaria para el año 2000, una y otra cosa eran percibidas como una amenaza por Estados Unidos y por Japón. Estos países vieron en ello como la aparición de una "Fortress Europe". La alarma cundió de Boston a Osaka. Además, el mito de la fortaleza europea coexistió con otro fantasma de peso: el del declinar inevitable de Norteamérica.

Las fantasías de los años 80 sobrevivieron hasta 1992. Y de repente, en cuestión de meses, tanto un mito como el otro se derrumbaron. Los papeles se habían invertido totalmente. Es Europa la que siente ahora el declinar. Estados Unidos y Japón aparecen hoy como ciudadelas imposibles de conquistar. El debate sobre fortalezas económicas está otra vez de moda en Europa, y más especialmente en Francia, pero ha adquirido una nueva fórmula. "Fortress Europe" se ha convertido en un objetivo al que aspiran cada día más los europeos.

A principios de este año Europa se despertó con la pesadilla de una verdadera recesión. Los más afectados eran los franceses, quienes durante la pasada década se habían convertido a la doctrina de fronteras abiertas, competencia internacional y arriesgada adscripción al comercio libre. A pesar de lo que dicen frecuentemente los críticos norteamericanos y japoneses, Europa, en los años 80, fue el mercado más permeable del mundo desarrollado. Importaba cantidades cada vez mayores de productos manufacturados, muchos más que Estados Unidos, y no digamos que Japón, país que todavía se oculta tras un número considerable de barreras disuasorias no arancelarias. Ahora, sin embargo, la Europa librecambista se ha dado cuenta con

estupor de que se ha convertido en la región más económicamente anémica del mundo industrial, aquella que crea menos empleo.

El choque producido con este motivo ha sido considerable a lo largo y ancho de Europa, pero es en Francia donde el golpe ha sido más acusado. Ante todo, los franceses son los que más tarde adoptaron el credo liberal. Por otra parte, Francia ha sido el más ardiente defensor de la integración europea y ahora se ve obligada a admitir que el proceso no ha producido todos los frutos esperados. Lo que fue consigna invariable de todos los líderes políticos franceses, la "contrucción europea", no ha sido capaz de evitar la recesión y el creciente desempleo. Podría muy bien ser que la causa de nuestros males actuales no haya sido la integración europea, pero si hoy se celebrara en Francia un referéndum sobre el tratado de Maastricht el "no" triunfaría con la mayor facilidad.

Los partidarios de la Europa unida pueden sostener que la integración no sólo no ha ido demasiado deprisa sino que ha avanzado con excesiva lentitud; que lo que hay no es "demasiada Europa" sino demasiado poco de ella; que el cielo esta siempre oscuro antes del amanecer. No están equivocados. Pero aunque el proceso integrador puede que no sea el responsable de las dificultades europeas actuales, lo que está claro es que no ha proporcionado remedios eficaces para hacerles frente.

Durante el período de 20 años que va de 1970 a 1990 la economía de Estados Unidos creó 28 millones de empleos nuevos. Japón creó 12 millones. La Comunidad Europea, con una población mucho mayor que la de Japón, creó sólo 9 millones. No cuesta mucho deducir de todo ello que esta situación ha dado lugar a un desempleo extraordinariamente elevado. Hoy, 4'5 millones de trabajadores franceses están en paro. Habrá 5 millones a últimos de este año, lo que equivale al 20 por ciento de la población activa. (El gobierno, naturalmente, publica cifras mucho más pequeñas, utilizando argucias tales como contabilizar como "ocupados" a la gente joven que participa en los programas de formación profesional financiados por el Estado). Y nada hace pensar que esta tendencia vaya a cambiar radicalmente. Por el contrario, todas las señales indican que el déficit de puestos de trabajo seguirá aumentando.

Ahora que las fábricas pueden desplazarse de un país a otro con gran facilidad, han aparecido una serie de factores económicos a los que antes apenas se les daba importancia. Europa ha estado acostumbrada a contemplar el Tercer Mundo como un conjunto de áreas sumergidas en el subdesarrollo crónico. Esto ha dejado de ser así. Es más, la caída del comunismo ha llevado a una situación de dumping sistemático protagonizada por los países del este europeo y que da lugar a estados de saturación en un sector tras otro, desde el acero al pescado y al armamento de todas clases. En todas partes todo está en venta a precios ruinosos.

De todos los países europeos, Francia es el más vulnerable. Ningún otro país de Europa ha invertido en tan grandes proporciones para conseguir una imagen de "grandeur" nacional -nuestra política africana, nuestra fuerza nuclear disuasoria, nuestro enorme arsenal militar-, a costa del gasto en formación profesional, en servicios esenciales y en infraestructura. Nuestra industria es la más diversa del continente. Nuestros vecinos, en especial Alemania e Italia, se han especializado en mayor medida.

Estados Unidos, Rusia y China son países continentales. Disponen de enormes reservas de primeras materias. Europa, en cambio, es un continente que no ha conseguido aún la unidad y que apenas tiene reservas naturales, fuera de la agricultura. Las principales armas de Europa han sido la cultura, las tradiciones democráticas, la habilidad técnica y comercial. Estas ya no son

suficientes en un mundo en el que países con monedas subvaloradas practican el "dumping monetario", en el que los países en vías de desarrollo llevan a cabo el "dumping social" y en el que países del antiguo bloque oriental utilizan, pura y simplemente, el viejo y trasnochado "dumping económico".

En estas circunstancias no puede sorprender que los líderes franceses de todas las corrientes acusen un exceso de proteccionismo agudo. Los más moderados de ellos querrían que se produjera una retirada dentro de los muros de la fortaleza europea. No se oponen ya a la idea de erigir fortificaciones frente a unas importaciones no deseadas. Por el contrario, piensan en ellas como un instrumento defensivo contra el declive europeo. Los historiadores han identificado el siglo anterior a la Revolución Francesa como el período de "crisis de la conciencia europea". Nos hallamos en una nueva etapa de crisis. Puede significar el fin de Europa, o puede ser el trampolín para un nuevo salto adelante. Como de costumbre, los franceses van a la cabeza de sus consocios, aunque sólo sea por la profundidad de su pesimismo. Por el momento puede que sólo expresen una reacción puramente francesa, pero es también perfectamente posible que el resto de Europa se contagie del virus. Lo que es indudable es que los problemas que nos agobian no son en absoluto sólo franceses.

Europa sin empleos.

(*"The Economist"*, edit.).

Mientras la recesión prosigue en Europa, aparecen por todas partes suministradores de ideas descabelladas sobre como reducir el desempleo. La cumbre de Copenhague no supuso progreso alguno. Los líderes de la CE se limitaron a prometer que seguirían hablando del tema. La verdad es que tampoco hicieron nada que perjudicara la situación, pero esto sólo porque eludieron cualquier tipo de acción más o menos substancial. Así, pues, se necesita aún una valoración atenta de las medidas antiparo que convenga adoptar, o no adoptar.

En el debate presente se descubren tres posiciones: la de los que sostienen que el desempleo de la CE es cíclico, lo que supone que el remedio consiste en distender la política monetaria (y esto hasta provocar el colapso del mecanismo de cambios de la Comunidad). La de los que creen que el problema es principalmente estructural, de lo que concluyen que la solución puede consistir en una mejora de la competitividad. Y, finalmente, la de los que entienden también que el desempleo es estructural, pero que la manera de superarlo sería levantando barreras frente a la importación de productos procedentes de la Europa del este y del tercer mundo. Las tres posiciones son peligrosamente erróneas.

Para empezar, el desempleo europeo no es del todo cíclico ni del todo estructural, sino una mezcla de ambas cosas. Su parte cíclica es en buena parte debida a Alemania, cuya política ha obligado a los otros miembros del SME a mantener los tipos de interés más elevados de lo que hubiesen deseado. Las dificultades con que se enfrentan Francia y otros países como consecuencia de ello no son tan agudas como las de Gran Bretaña en 1992, pero no deben ser despreciadas. La situación económica de Francia, en sí misma considerada, justificaría unos menores tipos de interés en ese país, y esos menores tipos se traducirían en una contención de

la subida del paro francés. Poco a poco se va haciendo posible tal remedio, en parte porque están bajando los tipos de interés alemanes y en parte porque los temores respecto al DM le han permitido a Francia (y esto por primera vez desde 1960) disminuir sus tipos a corto plazo por debajo de los de Alemania.

Los partidarios de medidas decididas a favor de la expansión estiman que una flexibilización monetaria llevada a tal ritmo es demasiado lenta en sus efectos. Por ahora, Francia y otros aceptan las limitaciones del SME -una inversión que consideran que vale la pena- y en general están en lo cierto. Ahora bien, esta autodisciplina sería menos dolorosa -y el problema del paro cíclico europeo menos grave- si Alemania se enfrentara con su desorden fiscal con la misma determinación.

Sin lugar a dudas, una gran parte del presente desempleo europeo es estructural. El paro medio de la Comunidad se situó en el 9'9 por ciento de la fuerza laboral en los últimos diez años. Incluso en el momento de máxima actividad fue del 9'3 por ciento. A la vista de tales cifras es absurdo negar que una buena parte del desempleo de la CE está bien arraigado, que no es cíclico... y que hace falta algo más imaginativo que la activación de la demanda si se quiere combatir esa situación.

¿Qué es ello, exactamente? La mejora de la productividad, por conveniente que resulte, no será suficiente. Una tasa de paro baja exige un mercado laboral flexible. Frecuentemente, esto se presenta junto con una mayor competitividad, por lo que las medidas que favorezcan una cosa contribuirán al mejor estado de la otra. Pero para conseguir el pleno empleo se necesita no sólo inversión (pública y privada), competencia (en el país y en el exterior), una fiscalidad no asfixiante, una regulación tolerable y un clima macroeconómico estable, todo lo cual contribuirá a que un país sea más competitivo. Se necesitará también un mercado de trabajo que funcione, un mercado de trabajo que conduzca a los trabajadores que quedan sin empleo en los sectores que desaparezcan a aquellos otros que se hallen en una fase expansiva.

La vergonzosa historia del desempleo de Europa muestra que los mercados de ésta están averiados y que necesitan ser reparados. Una de las principales causas de ello -especialmente por lo que se refiere al creciente paro prolongado- son los subsidios al desempleo, los cuales son excesivamente generosos durante demasiado tiempo, lo que hace que los afectados no busquen un nuevo empleo con el interés que debieran. Si esto ha de ser corregido, como así debería ser, es esencial que los gobiernos hagan también un mayor esfuerzo por ayudar a los parados a reintegrarse al trabajo. Lo que deben procurar los gobiernos son unos centros de formación mejores y unos más adecuados servicios de colocación, así como ayudas para los que deban cambiar de residencia como consecuencia del cambio de empleo. Una idea más atrevida es pagar una subvención a las firmas que contraten trabajadores que han estado en el paro durante períodos, digamos, superiores a los 6 meses. Esto podría hacerse transfiriendo recursos procedentes del subsidio del paro a aquellas firmas que se mostraran dispuestas a aceptar determinadas categorías de parados (Gran Bretaña está estudiando la posibilidad de implantar programas de esta naturaleza).

Lo que es igualmente importante es que los gobiernos eviten la adopción de medidas susceptibles de empeorar aún más la situación del empleo. Apenas puede dudarse, por ejemplo, que la tasa anómalamente elevada del paro juvenil en Francia es debida en parte al salario mínimo nacional, que alcanza casi el 50% de la media de las retribuciones (y que es percibido por el 12% de los asalariados). Se trata de un salario muy elevado -si se le compara con lo que

es el caso en otros países- que se traduce en el hecho de que muchos jóvenes queden fuera del mercado de trabajo.

También en otros campos deben los gobiernos evitar actuaciones que hagan todavía más costosa la contratación de trabajadores. En la actualidad la desaniman al ofrecer demasiada "protección al empleo" a los trabajadores contratados. El protocolo social del tratado de Maastricht puede contribuir a extender aún más las prácticas existentes en esta materia, e incluso más estrictas, a los países más pobres de la Comunidad.

Muchos gobiernos, por otra parte, exigen asimismo que las empresas paguen unos importantes impuestos sobre las nóminas. Con excesiva frecuencia, los gobiernos, ante la necesidad de incrementar sus ingresos (como ocurre ahora), han contemplado tales impuestos como una opción fácil. Los que permanecen parados pagan un alto precio por la ficción de que un mayor impuesto sobre las empresas significa que la gente pagará menos. (En realidad, en efecto, esto es una ficción. En último término, todos los impuestos son pagados por el público).

Una mayor competitividad (al revés de lo que ocurriría con unas nuevas barreras comerciales) enriquecería a la Comunidad Europea. Todas las posibilidades que conduzcan a ello son altamente deseables. Ahora bien, tales políticas, por sí solas, no curarán la enfermedad del paro en Europa. Para que esto ocurra, los gobiernos deberán enfrentarse con algunas verdades desagradables sobre las causas del paro y sobre los remedios para eliminarlo.

¿Cuán firme es la recuperación británica?

*El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en **Financial Times** ("Economics Notebook") de 12 de Julio. Su autor es Emma Tucker.*

En las últimas semanas se advierte un acusado malestar en los medios financieros del Reino Unido. Ello es debido a las crecientes dudas ante la posibilidad de que incluso la cautelosa fe expresada por Kenneth Clarke a propósito de la recuperación británica resulte en exceso optimista.

El temor entre un gran número de economistas y de inversores es que los prometedores indicadores del primer trimestre fueran sólo un destello momentáneo, sin continuidad, consecuencia de la devaluación de la libra y de los menores tipos de interés, más que de una mejora sostenida de la economía.

En realidad, si bien no se espera que el Reino Unido reincida en la recesión, todo hace pensar que una vez desaparecido el optimismo primaveral habrá poca recuperación digna de este nombre.

La consiguiente intranquilidad se ha hecho patente en los mercados de dinero del país. Es más difícil encontrar hoy economistas de la City que opinen que los tipos de interés han tocado fondo con el 6 por ciento que unos meses atrás. La semana pasada, SG Warburg Securities, que durante algún tiempo mostró mucha confianza en la persistencia de la recuperación, se unió a

los muchos que opinan que el ministro de Hacienda va a proceder a una reducción de los tipos al 5 por ciento a últimos de año.

Peter Warburton, primer economista de Robert Fleming, resume así el sentimiento general: "La animación de las compras de automóviles, artículos para la casa y otros, que caracterizó el primer trimestre, tiene todas las trazas de haber sido algo excepcional y no el principio de una tendencia indefinida".

¿Qué había, pues, detrás del fuerte crecimiento de los primeros tres meses del año si no era consecuencia de una mejora sólida y duradera? Bill Martin, economista de UBS, afirma que se trató simplemente de una explosión del consumo provocada por el recorte de los tipos de interés. La reconstitución de stocks, además, pudo provocar un aumento momentáneo de la producción, todo lo cual dió lugar a un incremento de la confianza. Ahora bien, todos estos factores no serán suficientes para mantener la llama del primer trimestre durante todo el año, a juicio de los economistas pesimistas.

En un informe reciente, el profesor Wynne Godley, uno de los asesores independientes del Tesoro conocidos como "los siete sabios", dice lo siguiente: "Con una severa recesión en Europa y con una utilización inadecuada de la capacidad de producción de mercancías y de servicios, el crecimiento de la demanda neta de exportaciones no será, a lo largo de los años inmediatamente próximos, más activa de lo que ha sido en el pasado reciente". El resultado de todo ello, a su juicio, es que "no será posible conseguir un crecimiento lo suficientemente rápido como para reducir el paro de una forma significativa en los próximos cuatro o cinco años".

Las preocupaciones de profesores como Godley y de economistas como Martin se centran en los siguientes puntos:

- El peso de la deuda. A este respecto, Godley cree que con una deuda de las familias situada todavía alrededor del 100 por ciento de la corriente anual de renta disponible, el ahorro personal, con toda probabilidad, seguirá siendo muy elevado.

Los datos de los analistas justifican el temor de que el gasto de los consumidores continuará limitado como consecuencia del deterioro de las finanzas personales. La semana pasada, la firma consultora Business Strategies Limited dio cuenta del aumento de la proporción de gente en situación de endeudamiento, particularmente en el sud-este del país.

Del lado de las empresas, el gran peso de la excesiva capacidad no utilizada en muchos sectores -junto con un debilitamiento de los resultados de los balances- está frenando la inversión.

- Los incrementos de impuestos del año próximo y una contracción de la renta real disponible. Incluso los economistas más optimistas temen que la subida de impuestos del próximo mes de Abril reducirá acusadamente el gasto en consumo.

David Smith, economista de Williams de Bröe, espera que el crecimiento será notable este año, pero advierte: "Estoy muy preocupado porque creo que el año próximo será muy malo, a causa de los aumentos de impuestos". A este respecto añade que la perspectiva de más subidas de los mismos continuará obsesionando a los contribuyentes en tanto en cuanto el presupuesto permanezca tan elevado como en la actualidad.

Por otra parte, los consumidores se enfrentan con una reducción de las rentas reales en la medida en que el aumento de las rentas medias continúa siendo menor.

- La recesión europea. El lento crecimiento de Europa ha sido citado por la OCDE como una causa mayor que puede dificultar la expansión británica. Ni siquiera las mejoras competitivas que vayan a resultar de la devaluación pueden ser suficientes para sostener las exportaciones en una fase en que los principales clientes de productos británicos caen en la recesión.

- El control de los créditos. El profesor Godley señala que en recesiones anteriores hubo algún tipo de relajamiento de las regulaciones del crédito que estimuló la demanda. La recuperación presente no verá nada semejante, y la prudencia de los bancos actuará más bien como un obstáculo adicional que dificultará la reactivación.

Sin embargo, no todo el mundo es tan pesimista sobre las perspectivas a medio plazo. Tim Gordon, otro de los siete sabios, dice lo siguiente en el informe del Tesoro: "Está claro que los principales datos macroeconómicos de este año serán los mejores desde finales de los 80". A su juicio, se pueden contemplar perspectivas brillantes como consecuencia del gran exceso de capacidad no utilizada durante la recesión. Esto, piensa Gordon, permitirá un fuerte crecimiento no inflacionista.

Otros economistas de la City participan de la misma euforia. "Muchos de los factores negativos pueden ser compensados por los menores tipos de interés, y existe el sentimiento de que nos hallamos cerca del final del túnel, en Europa por lo menos", dice Paul Turnbull, en Smith New Court.

Si los datos económicos que se esperan para las próximas dos semanas son malos, el ministro de Hacienda puede tener la tentación de reducir de nuevo los tipos de interés. Sin embargo, deberá estar atento a lo que ocurra con la libra. Puesto que su subida reciente fue en parte un reflejo del optimismo sobre la recuperación, la aparición de unas cifras negativas podría empujar de nuevo para abajo el valor de la moneda. En estas circunstancias, Kenneth Clarke deberá decidir si recorta los tipos de interés aprovechando que la libra está baja o si mantiene los tipos básico al 6 por ciento esperando que las condiciones para la recuperación sean una realidad.

¿Por qué no se utiliza más el gasto público como instrumento reactivador?

("The Economist", edit.).

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos prevé que la media del crecimiento de los países ricos que la integran no va a superar este año el 1 por ciento. El paro, por otra parte, va a seguir subiendo, por tercer año consecutivo, hasta alcanzar, en el conjunto de aquéllos, 36 millones de personas. En otros tiempos, los gobiernos habrían respondido ante tan sombrías perspectivas con una dosis de buena medicina keynesiana. Hoy, en cambio, los gobiernos parecen estar paralizados. La política monetaria -se les dice- debe ponerse en manos de unos bancos centrales independientes, cuyo primer objetivo ha de ser la estabilidad de los

precios. Queda, así, la política fiscal. Pero resulta que lo que se aconseja a los gobiernos de América del Norte y de Europa es que unos déficit pequeños, no grandes, son esenciales si se quiere asegurar una recuperación económica sostenida. Todo esto ha de motivar que Keynes se revuelva de su tumba.

A medida que la recesión produzca más estragos en Europa, se han de producir inevitablemente más y más llamadas de empresarios y de electores a favor de medidas fiscales expansionistas. Los reactivadores citarán el caso de Japón, donde los recientes estímulos fiscales se espera saquen al país de la recesión en un futuro próximo. ¿Por qué no hacer lo mismo en Europa?

Tales peticiones obligan a que las autoridades de Norteamérica y de Europa entiendan bien por qué sus instrumentos presupuestarios son menos aptos para promover la producción y el empleo de lo que solían ser. La cuestión clave es la de la posición de partida por lo que a la situación de la deuda pública se refiere. En la mayoría de los casos, tal situación es muy negativa, y la culpa la tienen los propios gobiernos. La prodigalidad pasada no les ha dejado margen para endeudarse aún más para activar la demanda.

El déficit presupuestario medio de las economías de la OCDE aumentó del 1% del PIB en 1989 al 4'2% este año. Su deuda pública total alcanzó el 63% del PIB, frente al 42% en 1980. Es normal que los déficit aumenten en períodos de crisis, en la medida en que los ingresos disminuyen y los pagos por atenciones sociales suben, pero sólo una parte del incremento de la deuda puede atribuirse a esa circunstancia. La OCDE reconoce que tres cuartas partes del déficit fiscal norteamericano y dos terceras partes del de Europa son estructurales, y que persistirán incluso cuando las economías se hallen nuevamente en plena expansión. Es más: la situación financiera de los diferentes Estados presenta aún peor aspecto si se tiene en cuenta la presión que ejerce sobre el gasto público el hecho de que el envejecimiento de las poblaciones se traduce en unas mayores necesidades para el pago de pensiones y de cuidados médicos. Las políticas en curso de la mayoría de los gobiernos, además, suponen un constante incremento de los niveles de la deuda.

En estas circunstancias no puede sorprender que los que operan en los mercados financieros duerman intranquilos y pidan rendimientos para los bonos a largo plazo que resultan elevados si se comparan con los de otros tiempos. Cuanto más alto sea el nivel de la deuda mayor será la tentación de los gobiernos de reducir el peso real de la carga dejando que la inflación se lleve una parte de la misma. Para cubrir el riesgo, los inversores piden tipos de interés más altos, que actúan contra la inversión y contra el desarrollo. Unas medidas fiscales "expansionistas" pueden así resultar perjudiciales si su impacto sobre la demanda es anulado por unos mayores tipos de interés. En realidad, si una reducción del déficit presupuestario se traduce en una caída substancial de los rendimientos de los bonos a largo plazo, el llamado presupuesto "de austeridad" activará la producción y el empleo a plazo medio. Cuanto peor sea el estado de las finanzas públicas más probable será que los estímulos a corto plazo se autoanulen. Japón, en cambio, dispone de margen suficiente para que esto no ocurra, dado que es la única gran economía que cuenta con un superávit presupuestario y con una deuda pública neta muy pequeña.

Para reducir los rendimientos de los bonos y, con ello, mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo, los gobiernos deben obligarse a llevar a cabo un plan creíble destinado a recortar los déficit públicos. Ahora bien, una vez establecido el curso a seguir, ¿deben los gobiernos alterarlo en caso de crisis? ¿Pueden aplazarse los recortes prometidos y permitir que

los déficits se incrementen automáticamente como consecuencia de la recesión? La respuesta corresponde a los mercados financieros. Son ellos los que han de decir qué es lo que están dispuestos a soportar.

Los compradores de bonos se sentirán menos intranquilos ante unos empréstitos motivados por una recesión si confían que se les devolverá el dinero cuando los tiempos mejoren. Ahora bien, estimar el impacto del ciclo constituye un ejercicio impreciso. Además, la historia muestra que los incrementos "cíclicos" de la deuda son raramente liquidados del todo. A finales de los años 80, por ejemplo, fueron muchos -demasiados- los gobiernos que utilizaron los mayores ingresos fiscales originados por la expansión para reducir impuestos, en vez de emplearlos en liquidar deuda. Por esto los gobiernos entraron en la recesión actual con un ratio deuda/PIB mayor que en la anterior. En una palabra, sólo cuando un gobierno ha restablecido su credibilidad financiera -como es el caso de Japón- puede volver a utilizar útilmente su política fiscal.

La sabia lección que se deduce de todo ello es que los gobiernos deben evitar unas políticas fiscales a corto plazo susceptibles de poner en peligro el crecimiento futuro. A largo plazo, como dijo Keynes, todos muertos. Pero ahora, como han dicho otros hablando del recurso a la deuda que Keynes inspiró, nos hallamos en el largo plazo, y Keynes está muerto.

Los inversores vuelven a Iberoamérica.

(Lawrence Malkin, en "Herald Tribune").

Cuando se produjo el colapso del comunismo, con el cambio de década, los mayores gritos de alarma procedieron de Iberoamérica. Los países de la región estaban saliendo de una etapa caracterizada por la deuda y por las dictaduras, y temían que iban a quedarse sin recursos con los que reestructurar sus economías en la medida en que el dinero se encaminara hacia la Europa del este.

Sin embargo, si bien es cierto que Rusia y otros países necesitados del antiguo mundo socialista van a solicitar la atención y la ayuda de los líderes reunidos estos días en Tokio, el caso es que, mientras tanto, miles de millones de dólares de dinero privado estarán llegando a Iberoamérica.

William R. Rhodes, el vicepresidente de Citibank que pasó la última década luchando por sacar a su banco de debajo de la montaña de deuda del Tercer Mundo, está de nuevo reuniendo dinero para invertirlo en los países de habla hispana. Lo mismo ocurre a David C. Mulford, otro protagonista de relieve en el drama de la deuda desde su condición de Subsecretario del Tesoro de Estados Unidos, el cual, en la actualidad, ocupa el cargo de presidente de Credit Suisse First Boston en Londres.

La entrada de capital extranjero en Iberoamérica se cuadruplicó en los últimos años, pasando de 13'4 m.m. de dólares en 1990 a 57 m.m. el pasado año. Se trata de recursos que fueron tras unas tasas de crecimiento y unos tipos de interés superiores a los que podían ofrecer los países ricos en crisis. La semana pasada, Argentina vendió el 45 por ciento de su compañía petrolífera

estatal a inversores extranjeros, con la ayuda, por cierto, de la firma de Mulford, por un importe de 3 m.m. de dólares. Según se cree, la venta supuso la mayor oferta de acciones de la historia.

Para hacer más paradójica la situación, los banqueros informan que algunos de los mayores bancos rusos, entre los que figura el Banco Internacional de Moscú, que disponen de enormes recursos pero que se resisten a prestarlos a las empresas del país, han situado una parte de su dinero en certificados de depósito en dólares emitidos por bancos mejicanos que rinden el 5 ó el 6 por ciento, por lo que indirectamente contribuyen a la financiación del crecimiento iberoamericano.

El volumen de los fondos que han ido hasta ahora de Moscú a Méjico no es importante, pero sí lo es el simbolismo que ello supone.

Geoffrey Bell, un consultor financiero de Nueva York que asesora a los gobiernos de Venezuela y de otros países de la zona, ha dicho que la batalla por recursos entre las dos áreas "había concluido antes de que empezara", toda vez que el este de Europa no ha desarrollado aún las instituciones financieras, jurídicas y de cualquier otro tipo propias de una sociedad capitalista y abierta.

Al igual que España después de Franco, Iberoamérica no tuvo más que dar nueva vida a tales instituciones después de que los gobiernos militares devolvieran el poder a los políticos civiles y a los jóvenes tecnócratas, los cuales empezaron a poner orden en la confusión creada por las autarquías económicas. Unos cuantos países -los que atrajeron el capital- empezaron así una reestructuración que en los países de la Europa oriental ha tardado en producirse.

Chile, que es el país que ha presidido el movimiento reformador, permite que sus fondos de inversión privados inviertan en la bolsa en vez de hacerlo -o además de hacerlo- en bonos del Estado. Otros países piensan seguir su ejemplo.

En Méjico, los bancos del Estado han sido vendidos y la economía se ha abierto a la competencia con Estados Unidos, país con el que realiza el 70 por ciento de los intercambios comerciales.

En los últimos tres años, el gobierno del presidente Carlos Menem, en Argentina, ha impuesto un programa de austeridad y ha empezado a modernizar sus servicios públicos con la ayuda del capital exterior. La compañía petrolífera del Estado, YPF, redujo el número de sus empleados a 10.000 -frente a los 50.000 que tenía- y esto como paso previo a su privatización.

Los administradores de fondos están de acuerdo en que la vanguardia de la inversión extranjera estuvo constituida por la enorme masa de recursos de los propios países que había huido al exterior. Nadie conoce exactamente el volumen de ésta, pero se estima que entre un tercio y la mitad de todo el dinero prestado por bancos extranjeros hasta que la bomba de 300 m. m. de dólares de deuda explotó en 1982 fue canalizada hacia el exterior por sus prestatarios iberoamericanos.

Gonzalo de las Heras participó en el invento, a mediados de los años 80, de los primeros Brady Bonds, destinados a formalizar y estabilizar la deuda de la región. Entonces en J. P. Morgan y ahora director del Banco de Santander en Estados Unidos, de las Heras recuerda que cuando sus clientes gubernamentales iberoamericanos establecieron mecanismos de mercado

en sus economías, el hecho significó "que los precios indicaban lo que estaba sucediendo, por lo que si sabías interpretarlos podías ganar dinero. Esto fue lo que hizo volver el capital huido".

"Sabemos que vale la pena regresar", les dijo Dario Pedrajo, de Vest Trust Asset Management, de Miami, a los inversores de Nueva York y Londres.

En un primer momento, los mercados se comportaron de forma que, realmente, valió la pena. En 1991, cinco de las seis bolsas con mayores subidas del mundo fueron iberoamericanas. Citibank ganó grandes sumas convirtiendo en acciones sus créditos malos concedidos a empresas estatales argentinas y brasileñas cuando éstas fueron privatizadas. Tales ganancias les dieron a los mercados de capitales una mayor respetabilidad.

El pasado año, los grandes prestatarios de la zona, tanto privados como oficiales, tuvieron que pagar intereses de hasta 700 puntos base -7 puntos porcentuales- más de lo que el Tesoro de los Estados Unidos pagó por atraer dinero de los inversores. Grandes bancos iberoamericanos que atrajeron dinero del extranjero, el año pasado, ofreciendo de 550 a 600 puntos base de interés por encima de las emisiones del Tesoro norteamericano, pudieron librarse pagando sólo 400 puntos base más.

Los costes de la deuda del gobierno argentino, mientras tanto, bajaron de 400 puntos base a sólo 270 por encima de las Letras del Tesoro de Estados Unidos.

Además, a medida que los bonos iberoamericanos en dólares fueron siendo menos exóticos, más seguros y, por consiguiente, más demandados -lo que hizo que bajara el interés que debieron pagar-, fueron descendiendo también los tipos de interés en pesos que tuvieron que pagar los solicitantes de créditos locales.

"Se necesita un mercado interno de capitales fuerte para que las empresas pidan préstamos y prosperen", dice Alberto González-Pita, jefe del departamento de Iberoamérica del bufete legal White & Case, de Wall Street.

Este proceso fue asimismo observado en el caso de la privatización de la compañía petrolífera argentina. Según James F. Miller, director de la sección de mercados de acciones de Iberoamérica en Merrill Lynch & Co. y uno de los administradores de la correspondiente emisión, por lo menos acciones por valor de mil millones de dólares fueron adquiridas por inversores al por menor extranjeros, muchos de los cuales reinvertían capitales argentinos huidos. Fueron tantos los inversores argentinos que solicitaron acciones que su cupo individual máximo, establecido en 10.000 pesos (10.000 dólares) tuvo que ser reducido a 6.100 pesos.

¿Puede todo esto durar?

Pocos creen que las desnacionalizaciones sean reversibles. "Bajo el viejo sistema se subsidiaban los empleos de las industrias estatales y se obligaba al banco central a imprimir dinero para pagar la correspondiente factura, toda vez que nadie quería pagar impuestos para algo tan estúpido como eso", dice Geoffrey Bell. "Ahora las gentes cuentan con una mayor formación y son unos gestores económicos mejores". En cualquier caso, también señaló que estaba preocupado porque, dado que el dinero es invertido más en acciones y obligaciones que directamente en empresas y fábricas, puede ocurrir que se retire con la misma rapidez con que ha llegado en cuanto aparezca el primer síntoma de recesión. Otra cuestión delicada es saber si

el dinero extranjero está siendo bien utilizado o si está siendo empleado simplemente en el sostenimiento del nivel de vida local.

Guillermo A. Calvo, del Fondo Monetario Internacional, llegó a la conclusión, en un estudio reciente, que a parte de Chile y Méjico, esto es exactamente lo que está ocurriendo. Sólo en esos dos países, según el estudio, la inversión crece como un porcentaje de la economía.

Ludwig von Mises, redescubierto.

*El artículo que se transcribe a continuación, de Michael Prowse, apareció publicado en **Financial Times** de 28 de Junio.*

La obra de Fiedrich von Hayek, el economista y filósofo social austriaco, ha sido objeto de una considerable atención en los últimos años, llegando a ser ampliamente conocida. Hayek, sin embargo, no generó sus ideas en el vacío. Hayek fue el producto de una larga tradición intelectual, representada por la llamada "Escuela austriaca" de economía que tuvo su origen en la obra de Carl Menger, en la década de los años 70 del pasado siglo. En estas circunstancias, resulta curioso observar que mientras Hayek ha alcanzado un reconocimiento internacional, la obra de su maestro y mentor, Ludwig von Mises, sigue siendo casi desconocida.

Si Mises es recordado todavía en alguna medida es por haber sido el primer economista que sostuvo convincentemente que el cálculo racional económico sería imposible bajo el comunismo. En los últimos años de su vida Hayek reconoció que fue el libro "Socialismo", de von Mises, publicado en 1922, el que le hizo abandonar las teorías socialistas, en aquella época de moda en Viena. En un reciente artículo publicado en **Financial Times** de 20 de Mayo, Samuel Brittan analizaba la crítica de Mises de la economía socialista. Pero en Mises hay mucho más que su ataque contra el comunismo. En realidad, Mises pasó la mayor parte de su vida elaborando y presentando argumentos en defensa de la libertad de mercado y del capitalismo.

Una breve historia personal puede resultar útil para situar a Mises en la perspectiva adecuada. Nació en 1881 y publicó un libro sobre dinero y banca ya en 1912. Desgraciadamente, no fue traducido al inglés hasta mediados de los años 30, cuando sus principales argumentos ya habían sido difundidos y popularizados por Hayek. Mises no fue nunca un académico que viviera en una torre de marfil. De hecho, durante 25 años, fue el "Terry Burns" vienés, sirviendo como cualificado asesor económico a una serie de gobiernos austriacos. En sus tiempos libres dirigió un "Privatseminar", que se celebraba regularmente todos los viernes y que reunía a muchas de las nuevas estrellas académicas de la ciudad, lo que le proporcionó una tribuna desde la que atacar otra ortodoxia que él despreciaba: el "positivismo lógico" del llamado Círculo de Viena.

La subida del nazismo representó la destrucción de su mundo, obligándole a huir, primero a Ginebra y después, en 1940, a Estados Unidos. Desconocido en este país y opuesto a las teorías económicas de Keynes, entonces en voga, no pudo conseguir un puesto universitario permanente. No obstante, siguió escribiendo y dando conferencias hasta poco antes de su muerte, en 1973. Su obra magna de 900 páginas, "Human Action", con comentarios sobre las

más diversas cuestiones, desde religión hasta la naturaleza del genio creativo, fue publicada por Yale University Press en 1949.

La obra mereció algunas críticas positivas. "The Economist", aunque inquieto por las conclusiones superliberales ("libertarian") de Mises, no pudo dejar de admirar la fuerza y la claridad de la tesis del libro. "La fuerza de la inteligencia empuja toda la obra como un viento violento. Tiene un ímpetu polemizante de primera magnitud e incorpora la coherencia implacable de Euclides", decía la citada publicación. Los economistas profesionales, con todo, no prestaron a la obra atención alguna. Era un trabajo literario y lo que se quería eran matemáticas, a veces inútiles. Era un libro de visiones panorámicas y los que debían apreciarlo no veían más allá de sus propias narices. Defendía el "laissez faire" cuando la actitud predominante era intervencionista.

Según Mises, los desastres políticos del siglo XX eran el resultado directo de una pérdida de fe en la filosofía liberal clásica preconizada por pensadores tales como David Hume y Adam Smith. (El pensamiento económico austriaco, por cierto, es en realidad inglés, puesto que no es más que la extensión del de aquéllos). Mises pensaba que esta pérdida de fe tuvo lugar en parte porque la economía -la parte central de la filosofía liberal- se había convertido en una disciplina académica altamente especializada. Desgraciadamente, la mayoría de los intelectuales llegaron a considerarla como una ciencia agusanada que tenía que ver con billetes de banco y con fábricas y que podía ser dejada en manos de inteligencias inferiores. A su juicio, la forma como la economía se organizaba no tenía nada que ver con las cosas realmente importantes como eran la cultura y la libertad personal. Un buen ejemplo reciente de tal actitud podría ser Bertrand Russell, quien, a pesar de la amplitud de su pensamiento, apenas prestó atención a la economía.

"Human Action" es un ejercicio de proselitismo a gran escala. Es un intento destinado a convencer al profano inteligente de que la economía no puede ser contemplada como la ingeniería, a propósito de la cual lo mejor es no tener opinión alguna. Mises se propone llevar a cabo la tarea heroica de demostrar que las doctrinas de la economía de mercado son de hecho una consecuencia lógica de unas pocas y simples asunciones sobre la naturaleza de toda acción humana.

Paso a paso, Mises pretende mostrar como la forma de cooperación social conocida con el nombre de mercado surge naturalmente de un conjunto de interacciones entre individuos, y como y por qué la mayoría de los intentos de interferir en este mecanismo crearán más problemas de los que resolverán.

Debe reconocerse que el estilo de Mises es más bien enfático, magistral, y recuerda a su casi contemporáneo (y también aristócrata austriaco) Ludwig Wittgenstein, quien a la edad de 29 años pretendió haber resuelto todos los problemas de la filosofía. Ahora bien, una vez admitido esto, "Human Action" sigue siendo una síntesis fascinante de economía, filosofía y ciencia política. Ofrece posiblemente la más clara exposición de la visión austriaca de la economía de mercado, y puede afirmarse que casi todos los temas que más tarde preocuparon a Hayek -desde el papel del mercado como un proceso de descubrimiento hasta la defensa de la desnacionalización del dinero- son agudamente analizados en la citada obra.

Habiendo resultado acertado su juicio sobre el socialismo, Mises merece ahora una mayor lectura.

PRIMEROS SINTOMAS DE POSIBLE RECUPERACION EN ALEMANIA

Con una cierta insistencia viene refiriéndose estos días la prensa alemana a una serie de circunstancias y opiniones sobre la aparición, aunque sin excesiva contundencia, de signos de los que podría deducirse el final de la actual recesión o incluso el comienzo de una tímida recuperación en Alemania. Seleccionamos y extractamos a continuación algunos de los textos más significativos.

Lo que dice el informe mensual sobre la coyuntura del "*Frankfurter Allgemeine Zeitung*".

Todavía no parece superada la recesión en la parte occidental de Alemania. En la parte oriental, la recuperación en la construcción no se ha extendido todavía a la totalidad de la economía, porque la industria sigue estando en declive. Pero hay indicios -como indica también el Bundesbank en su último informe mensual- de que el retroceso se desacelera. Después de su caída en el primer trimestre, la demanda y la producción en la industria transformadora en la Alemania Occidental vuelven a incrementarse en Abril. Lo mismo sucede, con más fuerza, en el Este de Alemania, habiendo aumentado la entrada de pedidos a tasas de dos dígitos. Es de destacar que, después de los dramáticos descensos que había habido en el pasado, se ha vuelto a rebasar claramente el nivel de hace un año. Como consecuencia de esto, y según informa el Instituto de Investigaciones de Halle, las expectativas de las empresas privatizadas se han hecho más diáfanas en el mes de Mayo.

En la Alemania Occidental hay más pedidos en Abril que en Marzo y ello tanto del interior como del exterior, habiéndose beneficiado de ello los principales sectores económicos. Llama la atención, en cuanto a los pedidos del interior, que, sobre todo los de bienes de inversión, que habían resultado especialmente afectados por la recesión, se recuperen ahora con particular ímpetu. En las operaciones con el exterior el alza, percibida ya en el primer trimestre, ha continuado.

El Bundesbank cree poder concluir por ello que "los pedidos del exterior han tocado fondo cuando no lo han dejado ya tras de sí". Es síntoma, entre otros factores, de una posible recuperación de la coyuntura en el extranjero el que de las fases incipientes de alza suelen beneficiarse primero ante todo los fabricantes de bienes de inversión. Según el último informe de la coyuntura del Instituto IFO, parece que ciertamente se ha aclarado algo el clima económico internacional. Hay impulsos positivos procedentes de los Estados Unidos y en Japón parece que la recesión estará pronto superada. Como resultado de una encuesta realizada por el Instituto entre 500 expertos económicos de 66 países, éste afirma que "incluso en la Europa Occidental predominan las expectativas positivas". En los países asiáticos se espera una expansión particularmente fuerte en la India, Indonesia, las Filipinas y Taiwan.

Si se confirmara la recuperación coyuntural de los socios comerciales de Alemania, continuaría probablemente en ésta el crecimiento de los pedidos del extranjero. Con el habitual desfase temporal, cabría contar con una mejora de las exportaciones, hoy estancadas, o todavía en descenso, en algunos momentos. Parece que hay una estabilización en la producción de la industria transformadora, tan afectada anteriormente. En Marzo se registra un crecimiento real del 2%, frente a Febrero, y en Abril, del 0,5%. La situación ha mejorado especialmente en el sector de los bienes de inversión.

Se trata de señales dignas de mención. Ciertamente que después de una recesión tan larga y profunda no son suficientes éstas para poder anunciar la inminencia de un "viraje". Tienen aún demasiado peso las fuerzas recesivas derivadas de la crisis y que siguen afectando a ramas tan importantes como la industria química, la de maquinaria, la de fabricación de vehículos industriales o la de la industria óptica y la de mecánica fina. Podría suceder, por tanto, que la producción total, y con ella el grado de utilización de las capacidades productivas, hubiera vuelto a disminuir en el segundo trimestre y en el tercer trimestre no hiciera tampoco mucho más que estancarse.

Con todo, sin embargo -y coincidiendo, mientras tanto, con un aumento de costes menos acusado y tipos de interés en descenso- han mejorado las perspectivas de estabilización. En todo caso, las empresas han previsto ya una recuperación inminente en su planificación a medio plazo. Ciertamente que, según la última encuesta del Instituto IFO, son claramente negativos todavía los datos relativos a ventas, producción e inversiones correspondientes a 1993. Sin embargo, a partir de 1994 se espera una fuerte recuperación de varios años y para las inversiones hasta 1997, un crecimiento real medio de casi el 5%. La anterior crisis de costes y la consiguiente necesidad de racionalización determinarán, mientras tanto, que en materia de empleo haya que seguir contando con descensos, aunque ciertamente menos acusados.

Llamada de Kohl a la recuperación.

El Canciller Federal Kohl, antes de su viaje para asistir a la cumbre económica de Tokio, ha dado a la publicidad un documento en el que se hace constar el final de la recesión de la coyuntura en Alemania Occidental. La recuperación podría iniciarse a finales de año. No encaja en este enjuiciamiento, más bien optimista, la evolución en el mercado laboral que en Junio ha empeorado visiblemente.

En la declaración del Canciller se dice que hay síntomas de que la recesión económica en Alemania ha tocado fondo. Coincidiendo con la mayor parte de los investigadores de la economía, Kohl espera una paulatina recuperación de la coyuntura hacia fin de año. En el documento se señala que la evolución actual es mejor de lo que cabe concluir de las opiniones todavía predominantemente pesimistas del mundo empresarial. La producción industrial se ha estabilizado desde la primavera y las expectativas de exportación han mejorado. En cualquier caso, desde comienzos de año se observa una clara reanimación de la demanda exterior. También han experimentado una ligera mejoría el clima del consumo y las ventas por parte del comercio minorista.

En el Este de Alemania prosigue, pese al desfavorable entorno coyuntural, el crecimiento del PIB real, después de haberse alcanzado una tasa del 6,8% en 1992. De todas formas, la expansión sigue descansando en las transferencias masivas provenientes de la parte occidental del país. Es especialmente satisfactorio el que las inversiones por habitante, en los estados

federados nuevos, sean ya más elevadas que en el antiguo territorio federal. El proceso de privatización está ya muy avanzado. La ola de creación de empresas prosigue, habiéndose constituido desde 1990 más de 550.000 firmas.

Según el Canciller y sus asesores han mejorado las condiciones marco importantes para el ulterior desarrollo. Por ejemplo, la política salarial, que vuelve a orientarse con más fuerza según los avances de la productividad, los intereses a largo plazo, que desde el otoño último han caído desde más del 9% hasta un nivel claramente por debajo del 7%, y la disminución progresiva de los tipos de interés oficiales del Bundesbank. Ultimamente se ha creado margen de maniobra para las disminuciones de intereses con el programa de ahorro decidido por el Gobierno para el saneamiento presupuestario. Entre las medidas positivas el Canciller Federal incluye además la Ley de Garantía del Emplazamiento (reforma de la tributación de las empresas), la nueva Ley sobre Jornada Laboral, la segunda reforma de la administración postal, de contenido privatizador, el primer plan, que abarca las antiguas dos Alemanias, relativo a vías de comunicación, con una dotación financiera de 432.000 millones de DM para el período 1993-2012, y otras.

En resumen, en el documento del Canciller se dice que el Gobierno alemán podrá presentar en la cumbre económica de Tokio un "importante balance provisional de política económica". Otras medidas se adoptarán después del verano.

Contrasta, según los comentaristas, la confianza y optimismo del Canciller, en lo que toca a la marcha de la coyuntura, con la evolución reciente en el mercado laboral que es cualquier cosa menos esperanzadora.

En las bolsas alemanas huele a recuperación.

Si un inversor hubiera adquirido a principios de año acciones de Volkswagen por valor de 100.000 DM, podría alegrarse con razón, puesto que dichos títulos tendrían hoy un valor de 150.000 DM. Un rendimiento, por tanto, del 50% en medio año y esto en una empresa que tiene elevadas pérdidas, que se encuentra en una crisis de ventas y costes y que ha de reducir masivamente puestos de trabajo. ¿Se trata de un caso aislado? En modo alguno. La economía alemana se encuentra sumida en la recesión más grave del período de la postguerra, pero en la bolsa suben las cotizaciones y además fuertemente. Incluso con inversiones más bien conservadores, como pueden ser las acciones del Commerzbank, se han conseguido en el primer semestre de 1993 rendimientos inusuales. Beneficios empresariales en declive, inflación pertinaz, marco magullado, endeudamiento público agobiante, disgusto en cuanto a la política, crisis estructural -nada hace apear a los bolsistas de su buen humor. Las órdenes de compra pasan alegremente de mano en mano y las cotizaciones sólo parecen conocer un camino, el del alza.

¿Cómo encajan ambas cosas, recesión y alza, en la bolsa? Si se pregunta al avisado colectivo de los analistas alemanes resonará una respuesta estereotipada: "La recuperación de la coyuntura es inminente y la bolsa ya lo ha sentido". Los departamentos económicos de los grandes bancos alemanes consideran que ahora ya se ha tocado fondo en la coyuntura. Según ellos, las entradas de pedidos, las cifras de producción y el clima de los negocios permiten predecir una estabilización y que a finales de año la economía empezará a crecer de nuevo. Por eso los expertos bursátiles prevén otra escalada de las cotizaciones del 5 al 10% y recomiendan comprar para no desaprovechar esa subida.

Los análisis de los bancos son como reportajes de la recuperación, con expresiones como "muy prometedor impulso racionalizador de la economía alemana" o "salto cuántico de la productividad" que permiten esperar para el año próximo "que se disparen los beneficios empresariales".

Todo esto está muy bien, pero la confianza de los financieros se contrapone al pésimo clima en el campo industrial. Cuanto peores son las noticias de las empresas, con más éxtasis reacciona, al parecer, el mercado de acciones. Este comportamiento puede explicarse como anticipación de coyuntura y como sutileza anticíclica de los inversores. Sin embargo, en tanto se prolonga la recesión aumentan los riesgos para los intrépidos bolsistas.

Ahora bien, lo que no puede la bolsa es aislarse permanentemente de la realidad económica. La economía y la bolsa son como el amo y su perro -el perro suele llevar la delantera al amo, pero súbitamente vuelve a situarse a su altura. En definitiva ambos caminan en la misma dirección. Se tiene la impresión en estos momentos de que el perro de la bolsa se ha adelantado demasiado.

Aunque no es verosímil en estos momentos una caída de la bolsa, la situación en el mercado es inestable porque hay una enorme tensión entre expectativas de la coyuntura y realidad de la recesión. Y esta tensión podría desaparecer de pronto si se cerniera sobre las bolsas alguna noticia inesperadamente negativa. Sería un despertar del sueño de la recuperación.

Señales de cambio inminente.

Nos referimos, para concluir, a la apreciación que acaba de dar el Instituto de Investigaciones Económicas HWWA de Hamburgo y que también es de la opinión de que la coyuntura de la parte occidental de Alemania ya ha tocado fondo. En el último pronóstico del Instituto se dice que en la actual fase tardía de la recesión se aprecian ya factores de influencia que inciden en el giro de la coyuntura. De todas formas sigue siendo difícil aún determinar el momento exacto en que se producirá el cambio. Cabe suponer que el PIB se estabilizará en el tercer trimestre y que, en el cuarto, subirá de nuevo en una cierta proporción. La mejoría vendrá determinada por la recuperación de la demanda exterior, el recurso a los "stocks", pero también por la demanda de servicios para la construcción. Con esta evolución el PIB real del Occidente de Alemania será, en promedio, un buen 2% menor que el de 1992.

Según los economistas de Hamburgo, el año 1994 estará probablemente bajo el signo de una recuperación de la coyuntura, ya que se espera una significativa expansión de la economía mundial. Para la economía alemana occidental uno de los soportes de la expansión coyuntural será la exportación. La posición competitiva de los exportadores alemanes mejorará tendencialmente, además, por el valor fuertemente incrementado del dólar y el yen frente al marco. De todas formas, la expansión será todavía moderada en 1994. En promedio anual, el PIB podría ser previsiblemente sólo un 1% más elevado que en 1993. Sin embargo, el auge posterior no estaría aún asegurado. Todo dependerá de las políticas económica y de salarios.

En el Este de Alemania continuará, según el pronóstico desde un punto de partida bajo, el crecimiento de la producción global de la economía -si bien amortiguado por la recesión en la ALEMANIA Occidental-. Seguirán dominando los impulsos, no dependientes de la coyuntura, derivados de las elevadas transferencias de recursos públicos. Todavía no se vislumbra una

expansión autónoma. El PIB alemán oriental aumentará, en 1993 -se estima- un 6% aproximadamente, tasa que seguramente se repetirá en 1994.

EL MARCO ALEMAN, EN ENTREDICHO

Los evidentes signos de debilidad que ha venido dando el DM últimamente ha sido motivo de consideración frecuente en estos días en los medios de comunicación en lengua alemana. Extractamos a continuación lo más sobresaliente de los mismos.

La divisa alemana está dando que hablar porque en las últimas semanas ha registrado fuertes pérdidas en su cotización frente a una serie de monedas como el dólar o el yen. Dentro del SME la erosión es menor, pero, en compensación, los países miembros han ganado margen de maniobra para reducir sus tipos de interés. En los años transcurridos estos países han tenido que seguir de forma casi servil al Bundesbank para mantener estables en el SME los tipos de cambio. Hoy pueden utilizar su recién adquirida libertad y lo hacen con todo su empeño.

Así Francia ha reducido varias veces, de forma autónoma, sus tipos de interés del Banco de Emisión. En toda una serie de países europeos los intereses están hoy por debajo de los alemanes. Tanto en Alemania como en el extranjero, proliferan los comentarios, en parte llenos de preocupación, en parte, maliciosos, acerca del debilitamiento del Marco alemán. Según ellos, se cierne sobre la moneda alemana el riesgo de perder su papel de divisa guía en Europa. Algunos especuladores internacionales bien conocidos, como George Soros, pronostican incluso una devaluación fuerte del DM. Quien preste atención a las declaraciones de los dirigentes del Bundesbank podrá apreciar en ellas ciertos síntomas de nerviosismo.

Sin embargo, en estos momentos no hay motivos serios de inquietud en lo que se refiere a la estabilidad del DM, aunque sí fundamento suficiente para mostrar una cierta alarma por la situación por la que atraviesa la economía y la política en Alemania, así como por la imagen exterior del país. Hay que tener en cuenta que en el tipo de cambio de una moneda se refleja no sólo la valoración de la política monetaria y financiera, sino también, la apreciación que pueda hacerse de todo un país y de sus posibilidades. La debilidad del DM atestigua, por lo tanto, el malestar por la situación en que se encuentra Alemania.

Hay más que suficientes hechos negativos. Con una inflación superior al 4%, Alemania tiene la tasa más elevada de los países industrializados que están en cabeza, ello sin expectativas de una mejoría inminente. El Banco Central se encuentra, por ello, ante un dilema. En vista de esta demasiado aguda inflación y del todavía fuerte crecimiento de la cantidad de dinero, tendría, en realidad, incluso que aflojar las riendas y elevar los tipos de interés oficiales. Sin embargo, ante la extraordinariamente débil coyuntura debería inclinarse más bien por reducciones prudentes de los intereses. Desde el extranjero se aprecia no sólo la reducida capacidad de maniobra de la política monetaria, consecuencia de esta discrepancia, sino que a menudo se saca la conclusión de una pérdida de poder del Banco Central Alemán. Ahora bien, si el Banco, como una de las instituciones económicas más prestigiosas que es, se desliza hacia un terreno dudoso, es inevitable que lo pague la divisa.

Sin embargo, los verdaderos causantes de las dudas en torno al marco no están en Frankfurt, sino en la Cancillería de Bonn y en el Ministerio Federal de Finanzas. La incapacidad con que actúa el Gobierno, acumulando montañas de deudas, llena de incertidumbre a muchos de los que intervienen en los mercados financieros internacionales. Pero también el irresponsable nivel alcanzado por la tasa de inflación es debido desde hace algún tiempo en gran parte a la actuación política por la vía de las subidas de impuestos y gravámenes. No se ve aún el final de esta espiral, porque la proyectada elevación del impuesto sobre los carburantes será otro factor que adicionalmente repercutirá en sentido negativo sobre la marcha de los precios. Hablando con inversores extranjeros, puede uno darse cuenta de que no son sólo facetas de carácter económico las que influyen desfavorablemente sobre la imagen de Alemania en el exterior. Los ataques xenófobos son tan perturbadores como las perspectivas del superaño electoral de 1994 en el que apenas cabe esperar decisiones políticas claras, ni medidas impopulares.

Las consecuencias económicas de estas discordancias saltan a la vista. Como Alemania da la impresión de menor solidez, sus tomadores de créditos han de otorgar a los acreedores un sobreprecio en calidad de prima de riesgo, en los tipos de interés. Esta es la razón por la que los intereses en Alemania son más altos que en muchos otros países. Otros inversores evitan Alemania y dan preferencia a las inversiones en otros mercados. Esto contribuye, a su vez, a la debilidad del DM.

Sin embargo, con una visión actual, es improbable, por varias razones, una pérdida importante de confianza en el marco. Por mucha incertidumbre que pese sobre los inversores extranjeros por causa de la actual situación económica y política en Alemania, con tanto mayor convencimiento espera la gran mayoría una evolución positiva a largo plazo. El margen de confianza acumulado a lo largo de décadas todavía se mantiene.

A esto hay que añadir que es difícil en estos momentos descubrir alternativas en extremo atractivas al marco alemán. Con la crisis gubernamental japonesa ha concluido, por el momento, el vuelo de altura del yen. América sigue teniendo que demostrar a los mercados financieros internacionales que se encuentra sobre el camino de una recuperación económica impulsada desde el interior. Por lo demás, el gobierno americano no ha dado hasta ahora la sensación de estar interesado en un dólar muy sólido.

Tampoco es probable una sustancial devaluación del marco dentro del ámbito del SME, ya que los socios de Alemania podrían, en vista de la recesión en sus países, utilizar también en el futuro la debilidad del marco para reducir sus tipos de interés, estabilizando simultáneamente los tipos de cambio. Las numerosas invitaciones al Bundesbank para que reduzca de nuevo sus intereses, son prueba precisamente estos días de que el DM todavía no ha perdido su estatuto de moneda guía dentro del SME.

El marco, y con él Alemania, se encuentran en el banco de pruebas internacional. Si la política alemana considera este test como una invitación a la reforma, nadie debe preocuparse por la estabilidad a largo plazo del DM. En otro caso, sin embargo, existe el riesgo de una erosión de la confianza en él de imprevisibles consecuencias económicas y políticas.

.....

Lo que parecía impensable desde hacía décadas, -la devaluación del DM- es algo que ya no está hoy fuera de la realidad. La divisa alemana ha rozado repetidas veces estos días el punto de intervención inferior del SME, aunque recuperándose después.

En el escenario se han invertido las cosas: el franco es sólido -con la reserva que supone la súbita pérdida de valor reciente- y el DM, débil. Ello es comprensible y tenía que haber sucedido antes, teniendo en cuenta que la tasa de inflación francesa es desde hace meses la mitad de la alemana -un mérito, por lo demás, del infortunado Pierre Bérégovoy y no sólo del actual Jefe de Gobierno de París, Edouard Balladur.

El que París ha ganado margen frente a Frankfurt lo demuestra la reciente reducción de los tipos de interés oficiales franceses realizada con independencia del Bundesbank. Cabe preguntarse si el franco va a sustituir al DM como moneda guía europea.

Si se atiende a la tasa de inflación, que está por encima del 4%, al crecimiento de la masa monetaria, a la caída de la producción y de la inversión, se concluye que casi todos los indicadores de la economía alemana están por debajo del nivel normal. Por ello y porque no son sólo las transacciones financieras internacionales las que determinan el tipo de cambio, es por lo que el DM está afectado.

De todas formas, en los mercados de divisas se tiene buena memoria. El tipo de cambio lo conforman no sólo los datos de unos pocos años, sino la confianza y la evolución a lo largo de períodos de tiempo más largos. Resulta así patente que las tasas de inflación alemanas han estado desde 1960 hasta 1970, en promedio, en torno al 2,7%; de 1970 a 1980, alrededor del 5,1%; de 1980 a 1990 en el 2,6%; Las cifras comparativas para Francia fueron éstas: 4,0%, 9,6% y 6,3% y para Inglaterra, 4%, 13,7% y 6,6%. Pero en absoluto debe servir esto como píldora tranquilizante. La confianza en una moneda debe confirmarse día tras día. Qué difícil lo tuvo el DM después de la reforma monetaria de 1948. ¿Quién se acuerda todavía de los créditos de ayuda de la Unión Europea de Pagos destinados a salvar el DM a principios de los cincuenta? La noción devaluación del marco expresa la necesidad de recuperar la solidez económica y financiera.

.....

El nivel, en permanente disminución, de los tipos de interés franceses provoca la impresión de que actualmente tiene lugar un profundo cambio estructural en el SME. El que no sólo sean los tipos de interés del mercado monetario, sino también los del mercado de capitales los que se encuentren por debajo o al nivel de los alemanes plantea la cuestión de si el DM -debido a las consecuencias de la reunificación, tan mal realizada desde el punto de vista económico-, está tan fuertemente debilitado que podría perder su papel de divisa guía. En realidad se trata de una situación muy peculiar porque la debilidad del DM frente al dólar y dentro del SME ha permitido a varios países de la CE reducir autónomamente, y sin una acción paralela del Bundesbank, sus tipos de interés. Súbitamente se considera posible un protagonismo común de DM y franco francés y hasta se ha dicho que el franco estaba asumiendo en su totalidad el papel de divisa guía europea. En algunos comentarios se adivina incluso una cierta alegría por el mal ajeno, basada en el lema de que sería bueno que el Banco Central Alemán perdiera su posición clave, ya que su política ha contribuido decisivamente a la recesión europea.

¿Ha sido verdaderamente destronado el DM o existe un riesgo serio de que tal ocurra? ¿Sería, por lo demás, deseable una amplia reestructuración en este sentido? No debería sorprender a nadie el respiro de alivio de los franceses por la recién adquirida mayor libertad de movimientos. La economía francesa tiene derecho, por virtud de unos mejores indicadores económicos, a unos tipos de interés más bajos. Sin embargo, querer interpretar este superior margen de maniobra en materia de tipos de interés como un desplazamiento fundamental y duradero de responsabilidades en lo que a la política monetaria se refiere, es un tanto osado. Demuestran cuan limitado es el margen efectivo de actuación los decididos intentos del Gobierno francés de asignar valor al franco, ejerciendo al mismo tiempo presión política sobre Bonn y Frankfurt para que acometa otra reducción de tipos de interés.

De todas formas, no se puede ignorar que el Banco Federal Alemán se ha metido en un callejón sin salida del que le será difícil salir sin perder la cara. Tiene ante todo cada vez menos capacidad de sorprender a los mercados. En ellos existe el convencimiento de que los tipos de interés alemanes deben ser reducidos apreciablemente para que la recesión económica no quede fuera de control. La cuestión es únicamente el momento en que ha de tener lugar la próxima rebaja de intereses. Cuanto más se demore la actuación más necesario será emprenderla. El dilema se agudiza por el influjo recíproco entre la confianza de los inversores y el tipo de cambio del DM. Debido a la política dubitativa del Bundesbank y a los dolores de parto fiscales del Gobierno federal, los inversores internacionales valoran cada vez menos favorablemente la marcha de la coyuntura alemana. El debilitamiento de la moneda que se deriva de la pérdida de confianza representa, sin embargo, para el Bundesbank, un obstáculo adicional para la rebaja de intereses.

El franco no reúne condiciones para asumir el papel de divisa guía. Ciertamente que la inflación es hoy más baja en Francia que en Alemania, pero para una moneda guía constituye una condición imprescindible poder probar una ejecutoria de años de éxito en la lucha contra la inflación. Y el Banco Federal tiene una reputación acreditada como defensor de la estabilidad de precios. Por otra parte, el franco juega un papel secundario a nivel internacional. Además, no es en absoluto seguro que el franco pueda mantener por mucho tiempo la posición que, de momento, ha alcanzado en el campo de la política monetaria. No hay que excluir la posibilidad de nuevas dudas de los mercados. A este respecto es significativo el debilitamiento del franco a mediados del mes de Julio.

Pero hay otra razón que hace dudar de las pretensiones francesas de protagonismo en materia de política monetaria. Apenas cabe imaginar que el Bundesbank aceptaría sin beligerancia alguna un debilitamiento fundamental del DM unido a una marcha en solitario en el camino de la política monetaria por parte de otros países del SME. Sin embargo, la elevación de tipos de interés necesaria para defender la supremacía del Banco Federal Alemán supondría el tiro de gracia para el SME.

ALGO MAS QUE UNA CUMBRE DE PALABRAS VACIAS

Compendiamos en lo que sigue los pareceres de los medios de comunicación en lengua alemana acerca de la reciente cumbre del Grupo de los Siete celebrada en Tokio.

Versión del "Frankfurter Allgemeine Zeitung".

Tokio 1993 no pasará a la reciente historia económica como una de las cumbres menos improductivas. En los últimos años nos habíamos acostumbrado a que las conferencias cumbre económicas de los siete principales países industrializados se despacharan con mucho ruido, para nada. Los comunicados se convertían en material de deshecho antes de que se secase la tinta de la letra impresa. En la escombrera de las promesas incumplidas y de las declaraciones altisonantes se marchitaba la credibilidad del Grupo de los Siete, mientras que los problemas económicos acuciantes eran abandonados a su suerte.

La cumbre económica de Tokio ha roto con esta desagradable tradición. Los jefes de estado y de gobierno posiblemente se han acercado una pizca al objetivo común de potenciar el crecimiento global y estimular la creación de puestos de trabajo al alcanzar algunos acuerdos concretos si bien de una política económica concertada no se pueden esperar milagros. Así al conseguir la CE, los Estados Unidos, Japón y Canadá llegar a un punto de vista común por vez primera en cuatro años sobre el tema del acceso al mercado, pueden hablar con credibilidad de la conclusión de la Ronda Uruguay antes de que se acabe el año. Por otro lado, han reconocido que el débil crecimiento y el elevado desempleo en todos los países industrializados no sólo se debe a causas coyunturales y que los obstáculos al crecimiento no pueden eliminarse apretando tuercas macroeconómicas, sino solamente atacando puntualmente las estructuras anquilosadas.

Naturalmente que es demasiado pronto para lanzar las campanas al vuelo. Hay mucho que hacer todavía antes de que pueda descorcharse el champán por la Ronda Uruguay. El acuerdo sobre acceso al mercado de los cuatro grandes es sólo un primer paso necesario para reanimar la paralizada ronda multilateral de negociaciones. Habrá que ver en qué queda la reserva -sobre todo de los franceses- a las cuestiones agrícolas. En seguida van a reanudarse, en el marco del GATT, en Ginebra, las negociaciones multilaterales a fin de obtener la aprobación de los otros 110 países miembros para las rebajas arancelarias acordadas en Tokio. Mucho más difícil será llegar también, en materia de acceso al mercado en los sectores agrícola y de servicios, a consensos que tengan en cuenta las numerosas reservas de carácter nacional.

Sigue habiendo potencial de conflictos en el campo de la defensa de los derechos de propiedad intelectual. Para la totalidad del complejo de las normas comerciales que comprenden las disposiciones arancelarias compensatorias y antidumping hay que llegar a acuerdos vinculantes. También hay profundas diferencias de opinión entre Estados Unidos y la CE en lo que se refiere a la consolidación del GATT que es objeto de tratamiento bajo el lema "organización multilateral de comercio". Francia y su oposición tajante a admitir recortes en las

subvenciones a la exportación agrícola es otra piedra en la que podría todavía tropezar la Ronda Uruguay poco antes de alcanzar su meta. Otra cuestión litigiosa son las sanciones americanas a la siderurgia, cuya supresión es para Francia condición indispensable para su conformidad al paquete del acceso al mercado. Igualmente la predilección de los Estados Unidos en contra del trato presuntamente desleal de sus exportaciones, con incumplimiento de las reglas comerciales multilaterales, constituye un lastre para las negociaciones. Podría inducir a desesperación esta larga lista de cuestiones abiertas si no fuera porque en Tokio se ha puesto de manifiesto la voluntad de los principales países industrializados de concluir la Ronda Uruguay. Más que en las cumbres de Munich, Londres o Houston, también ha arraigado en los jefes de estado y de gobierno la conciencia de que tienen la responsabilidad del mantenimiento y de la consolidación del sistema económico y comercial internacional.

Como expresión de esta conciencia de responsabilidad está también el compromiso de ocuparse en común de los obstáculos estructurales al crecimiento. Todos los estados participantes en la cumbre han reconocido mientras tanto que una multiplicidad de trabas de origen interno limitan su potencial de crecimiento económico disparando al mismo tiempo a altos niveles las tasas de desempleo. Asimismo ha quedado claro que el elevado paro acentúa las corrientes proteccionistas y contribuye a la fragmentación del sistema mundial de comercio.

No se ignora qué es lo que hay que hacer. La lista de las cosas que deben cambiarse, incluye salarios más flexibles, sistemas de enseñanza y formación mejores, control de los gastos en sanidad, que han aumentado de manera explosiva, y una revisión de los demasiado generosos sistemas sociales. El envejecimiento de las estructuras sociales gravita en todos los estados presentes en la cumbre sobre los presupuestos de las pensiones y de la seguridad social. La coerción al ahorro y a la moderación exige de todos los gobiernos el recorte de las prestaciones sociales. Tales medidas son impopulares y peligrosas políticamente. A las poblaciones, sobre las que durante muchos años se ha derramado el cuerno de la abundancia de los obsequios de carácter social, hay que pedirles de pronto abstinencia.

En Alemania ya ha empezado la discusión sobre estos temas bajo la impresión de la competitividad en declive. Otros gobiernos requieren para su uso interno un mandato de la cumbre a fin de llegar a medidas similares. Hay que entender situado delante de este telón de fondo el acuerdo de organizar todavía este año en Estados Unidos una "cumbre sobre empleo" y de andar juntos el camino impopular de los recortes sociales que permita sacar enseñanzas de las experiencias comunes.

Versión del "Neue Zürcher Zeitung".

Cada cumbre económica mundial está sujeta a una significativa condena al éxito puesto que a lo largo del tiempo estos encuentros anuales de los siete principales países industrializados de Occidente se han convertido en un espectáculo de medios de comunicación de primer orden. Esto ha sido, también en esta ocasión, el caso en Japón. Sin embargo ¿ha satisfecho esta conferencia monstruo las esperanzas? ¿Pudieron los jefes de estado y de gobierno dar respuestas a las cuestiones económicas más candentes, entre las que figuran, en cabeza, el paro

en todo el ámbito del Grupo de los Siete y la recesión? El balance no es uniforme pero no forzosamente debe considerarse Tokio como una cumbre de palabras huecas porque por lo menos desde el punto de vista de la política comercial, se consiguió algo sorprendente: un acuerdo en torno a un paquete de apertura de mercado para productos industriales. Con ello es posible, contrariamente a lo que se presagiaba, que se haya salvado en el último minuto la Ronda Uruguay.

El acuerdo alcanzado al comienzo del encuentro del G-7, en lo que toca a la octava ronda de negociaciones comerciales iniciada en 1986 en Punta del Este, es, visto más de cerca, apenas algo más que un esbozo de un futuro acuerdo. Sin duda pondrá en movimiento impulsos en la mesa de negociación multilateral en Ginebra, sin embargo, allí todavía hay que desarrollar mucho trabajo pesado para que pueda elaborarse un paquete global equilibrado aceptable para todos los estados participantes. Vistas así, las declaraciones hechas en Tokio por las delegaciones del G-7 acerca de la apertura de mercados -sólo Francia ha formulado reservas- parecen bastante eufóricas. ¿Por qué razón? En el momento decisivo -lo ha demostrado una vez más el paso lento que ha caracterizado a la Ronda Uruguay- los responsables gubernamentales sólo ven los costes a corto plazo a que da lugar el ajuste estructural que acompaña a la liberalización comercial pero no los beneficios a largo plazo de la reestructuración. ¿No son prueba de esta forma de pensar la presión ejercida por la administración Clinton sobre Japón, para que tienda la mano para un "managed trade" y los esfuerzos de la Comisión de la CE, así como de la mayor parte de los países miembros, por reforzar los instrumentos de política comercial (proteccionista)?

La declaración de carácter económico hecha en Tokio se ha titulado "A strengthened commitment to jobs and growth". Sin embargo, el texto de la declaración final está en clara contraposición con este grandilocuente título. Al estilo usual se facilitan a cada uno de los países del G-7, para su regreso a casa, recomendaciones no vinculantes sobre cómo pueden contribuir a promover el crecimiento de la economía mundial. Pero ¿toman en serio los destinatarios tales recomendaciones? Por lo general, nunca, como demuestra la experiencia. Tampoco dará la declaración de la cumbre apenas motivo de confianza al millonario ejército de parados, ya que sobre el tema del subempleo los Siete han desarrollado en Tokio más que actividad, activismo. De la misma forma que en las cumbres de la CE cuando hay desorientación se encarga a la Comisión la elaboración de libros blancos, los responsables del G-7 han decidido, sin más, convocar en otoño una especie de cumbre dedicada al empleo a nivel de ministros. Una conferencia de este tipo facilitará, con toda seguridad, a los participantes una presencia eficaz ante los medios de comunicación, pero no servirá para resolver el problema del paro. Por lo menos el desempleo de origen estructural es de fabricación casera en todas partes. Por lo tanto, sólo puede ser amortiguado por los países mismos mediante reformas profundas en los ámbitos de la política social y del mercado laboral.

Casi todas las cumbres económicas anteriores han resultado ser -si se atiende a las expectativas y esperanzas- un fracaso en el sentido de que lo obtenido no se ha correspondido con el esfuerzo que se ha realizado. Por ello el Primer Ministro Major ha propuesto en Tokio reorientar estos acontecimientos por vías más modestas. Lamentablemente su idea no se ha impuesto. Cabe suponer que se serviría mejor a la economía mundial si, como ocurrió en la primera cumbre de 1975, en Francia, pudieran mantener los siete jefes de estado y de gobierno un intercambio informal de ideas y de experiencias con exclusión de los medios informativos. Lo que necesita la economía mundial no son grandes conferencias, sino gobiernos que en sus países practiquen una política económica orientada hacia la estabilidad interna y externa. Es de lamentar que no en todas partes prevalezca este punto de vista.

LAS TURBULENCIAS DEL MERCADO DEL ORO

Compendiamos, en lo que sigue, una serie de reflexiones y apreciaciones que sobre el tema de las recientes variaciones registradas en el mercado mundial del oro se han formulado en medios periodísticos de lengua alemana.

Después de una baja, que se ha prolongado a lo largo de varios años, en las cotizaciones del oro, y que había comenzado en Octubre de 1987 con un precio por onza de alrededor de 490\$, se inicia a mediados de Marzo de este año un movimiento en sentido opuesto. El precio del metal amarillo se aleja de su mínimo de 327\$ y alcanza, en la tercera semana de Mayo, un máximo de casi 385\$. Luego ha vuelto la tranquilidad a los mercados. Se trata de saber si este movimiento tiene un carácter episódico, en un marco que sigue caracterizado por la tendencia a la baja, o si parece justificada una valoración fundamental nueva del oro, prácticamente ignorado durante años por los inversores.

La primera consideración a largo plazo pone de manifiesto que no deben sobrevalorarse las últimas desviaciones que en algunos momentos se han estimado síntomas del inminente hundimiento del oro. Sólo en limitada medida podrá influir en este estado de cosas el ánimo de un inversor imaginario que hubiera comprado oro en 1980 a una cotización próxima a los 600\$ la onza. Una colocación del mismo sujeto en carteras diversificadas internacionalmente a base de acciones y obligaciones habría arrojado en el mismo período de tiempo, atendiendo a dos índices mundiales destacados, ganancias del 340% y del 300%, respectivamente. Para alcanzar resultados comparables en un futuro inmediato tendrían que orientarse las cotizaciones hacia un nivel próximo a los 2.000\$. Aunque el oro se moviera desde sus precios actuales a órbitas mucho más altas de 500 o incluso 600\$, no cambiaría la realidad de que en las últimas décadas -hecha abstracción de cortos períodos- el oro no resiste, en lo que toca a rendimientos, la comparación con otros activos patrimoniales. Puede resultar un poco pretencioso comparar la evolución de las cotizaciones del oro con las de las acciones y obligaciones, porque la nueva generación de inversores, que apenas ha conocido el oro como vehículo de conservación del valor en momentos de crisis, dará decididamente más importancia, en caso de una toma de decisión para invertir a la ganancia esperada que al tradicional aspecto de la seguridad.

Las circunstancias que han rodeado las fuertes subidas de las últimas semanas, hacen sospechar que la repentina preferencia por el metal amarillo tendrá un carácter transitorio y que no se puede interpretar como presagio de un cambio de tendencia. Es cierto que algunos factores básicos han experimentado una mejoría. Por ejemplo, el último año la producción de oro para joyería, que, en comparación con la demanda total, había aumentado más que proporcionalmente hasta 2.461 toneladas ha rebasado, por cuarta vez consecutiva, la producción minera, que ha crecido mínimamente hasta 1841 toneladas. En el extremo Oriente y en especial en China que, según estimaciones conservadoras había absorbido en 1992 unas 350 toneladas, parece haber estallado una verdadera fiebre del oro. Sin embargo, no ha sido únicamente la demanda física, en fuerte expansión, la que ha animado el mercado del oro; según muchos de sus protagonistas, ha desempeñado un papel incluso secundario. Los acusados crecimientos no han sido posibles hasta que no han actuado varios factores más, como los tipos de interés reales, comparativamente bajos a nivel internacional, las acciones, valoradas a nivel tendencial-

mente elevado en las bolsas, los temores, recrudescidos de momento, de inflación en los Estados Unidos y la importante presencia de un mítico administrador de fondos de inversión.

Con independencia de los actuales movimientos del precio, será decisiva para la evolución de las cotizaciones del oro a largo plazo, la actitud de los bancos centrales. Porque cualquier aumento de la demanda física, por muy fuerte que ésta sea, es moderada si se compara con el potencial de oferta que dormita en las cámaras acorazadas del "sector oficial". Unos veinte años después de la suspensión de la paridad oro del dólar, todavía hay almacenadas en el mundo occidental 31.200 toneladas de oro en los sótanos de los bancos de emisión. De ellas, 2.590 toneladas -más o menos la producción de un año- están bajo custodia del Banco Nacional Suizo. Para desasosiego de muchos observadores profesionales, ha proliferado la tendencia de muchos bancos centrales a prescindir de parte de su reserva de oro. El año pasado los institutos emisores "platearon" en términos netos 599 toneladas de oro como no había sido el caso desde 1968. Tras esta relación, en proceso de enfriamiento, con respecto al oro -cuya participación en el total de reservas de los bancos centrales se había reducido a la mitad casi, en los últimos 25 años, en los países industrializados, desde un 50% a un 27% -parece tener lugar, también en este caso y con más intensidad, la transformación del metal precioso desde el instrumento, superior con mucho al dinero papel que era, de conservación de valor en momentos económica y políticamente difíciles, a una vulgar materia prima.

Así ni la guerra en el Golfo Pérsico, ni la sangrienta contienda en la antigua Yugoslavia, ni la crisis del Sistema Monetario Europeo, han pujado al alza las cotizaciones, en tendencia bajista, del oro. Incluso, a ojos vistas se duda del tradicional papel del metal precioso como escudo protector frente a la inflación. El análisis de las series históricas demuestra que en los mercados financieros bien consolidados se consideran como "puertos seguros" los instrumentos derivados, sobre la base de índices de materias primas, o -en el supuesto de que los bancos centrales se orienten, en fases de inflación, por una política monetaria restrictiva- las inversiones en el mercado monetario. A esto hay que añadir que el almacenamiento del metal amarillo es cara y que origina, en particular en períodos de tipos de interés elevados altos costes de oportunidad. Finalmente las tensiones de Septiembre, dentro del SME, han puesto de manifiesto otra desventaja de las reservas de oro y es que, en un momento en que éstas no se utilizan ya para equilibrar los déficit de la balanza de pagos, sino principalmente para nivelar oscilaciones indeseadas de los tipos de cambio o para protegerse de los ataques especulativos contra la moneda nacional, el oro resulta ser ilíquido en comparación con las divisas y, por ello, un instrumento inadecuado de intervención. Para evitar movimientos en el precio demasiado importantes, las ventas de oro deberían, por ello repartirse, a lo largo de varias semanas e incluso meses.

Precisamente el hecho de que las colocaciones importantes de oro de los institutos de emisión estén ligadas a notables riesgos en el precio es una causa suficiente para los "gold bugs", que creen firmemente en este metal, para desplazar los escenarios inquietantes. Y es que solamente cuando ninguno de los demás interviene, es interesante para un instituto en particular deshacerse de existencias.

De acuerdo con esta argumentación, dejarán de realizarse ventas importantes incluso cuando todos los bancos centrales deseen en realidad liquidar una parte de sus lingotes de oro. Queda por ver si es verosímil esta apreciación. En cualquier caso, aparte de las entregas del año pasado de los bancos centrales de Bélgica y de Holanda -que con 602 toneladas han equivalido en todo caso a la producción de un año de las minas sudafricanas- en el mercado circulan los nombres de otros candidatos con deseos de vender. En primer término, aparecen aquellos países europeos

que, por un lado, mantienen sustanciales reservas de oro y, por otro, padecen déficit presupuestarios desbordantes. Es sobre todo a Francia y a Italia, pero también a los Estados Unidos, a los que se atribuyen intenciones de venta. La perspectiva de hacer frente a los excedentes de gastos por culpa propia con el producto de las ventas de oro puede ser tentador para los políticos. Sin embargo, los bancos centrales independientes, comprometidos con la estabilidad de precios, no se embarcarán en aventuras de este tipo.

En general, existe la impresión de que después de la reciente escalada de los precios de la onza, todo ha quedado como estaba. El oro seguirá siendo un activo patrimonial anticuado, sin posibilidades de concurrir en cuanto a su rentabilidad con otras inversiones. Apenas algún inversor institucional estimará oportuno aumentar el ya reducido peso del oro que, por razones de diversificación mantenga en su cartera. Después de su progresiva metamorfosis para convertirse en una materia prima casi vulgar, este raro metal ha perdido esplendor también para los bancos centrales. Solamente si éstos desechan las operaciones de venta importantes, se traducirá en unos mayores precios la robusta demanda física que desde luego supera a la producción de las minas. En otro caso, amenaza a esta materia altamente especulativa, objeto todavía de los sueños de algunos inversores, la caída de los precios a mayores profundidades.

Los alcistas echan las campanas al vuelo, porque el mercado del oro ha despertado de su letargo. Se ven confirmados en su posición aquéllos que creen que se ha puesto finalmente en movimiento la espiral de precios pronosticada por ellos desde hacía tiempo. Los escépticos previenen de la posibilidad de que se trate meramente de una pompa de jabón. Afirman que la permanente caída de los precios desde cinco años a esta parte, no ha concluido, sino que simplemente se ha interrumpido. Los argumentos que se manejan son múltiples.

Esta evolución ha sorprendido incluso a los traficantes de oro de larga experiencia. Los alcistas convencidos han apostado por la continuación del aumento de la demanda, sobre todo con destino a joyería. Recuerdan que ya el año pasado la producción en este sector aumentó en un 15%, alcanzando la cantidad récord de 2.461 toneladas que se ha citado antes. Creen probable un nuevo incremento de las necesidades de oro para joyería por la reanimación de la coyuntura en los Estados Unidos y la pérdida de impulso de los fenómenos de recesión en Europa y Japón. Otros hablan de una recuperación del interés comprador por parte de los inversionistas privados como base de un cambio de tendencia.

En la vertiente fundamental hay que tener en cuenta algunos factores. La oferta de oro procedente de la producción minera del mundo occidental se ha incrementado en 1992 en un 3,7% pasando a 1.840 toneladas. En el año en curso habrá un aumento, menor, de aproximadamente un 1,8%. La total oferta de oro, incluidas las ventas de los bancos centrales (599 toneladas netas) y las ventas anticipadas de muchos productores de oro (unas 155 toneladas), la chatarra, así como la liquidación de oro atesorado por inversores privados e institucionales, ha alcanzado 3.480 toneladas, el 12% más que en 1991. Para 1993 los observadores del mercado orientados al alza predicen unas necesidades totales de 3.500 toneladas. Parten del hecho de que seguirá siendo alta la demanda sobre todo de la República Popular de China.

Pero los escépticos ponen esto en duda. No niegan que las elevadas compras de los chinos el año pasado y en los primeros meses de éste han supuesto para el mercado un apoyo no desdeñable. Según estimaciones prudentes, los particulares chinos han comprado sólo en 1992 prácticamente 350 toneladas de oro. El Banco Central Chino se ha quedado, según parece, con 250 de las 400 toneladas vendidas por el Banco Central de los Países Bajos en el último trimestre del año pasado. Se han seguido observando importantes compras chinas en los tres

primeros meses del año, sin embargo, al entonces todavía bajo precio de 330 S por onza fina. Después de dispararse los precios, parece que la demanda china se ha paralizado totalmente.

Finalmente los saltos en el precio del oro han surgido como consecuencia no despreciable de la intensa especulación. Además, el alza se autoalimenta. Los especuladores, que apuestan por la baja y han vendido en las esperanzas de poder comprar hasta el vencimiento a precio más bajo, se ven obligados a compras de cobertura. A su vez, los precios crecientes atraen a más especuladores, ejecutivos de fondos de inversión a plazo y también a inversores particulares.

Esto va bien hasta tanto los fondos especulativos a plazo no encuentran otras alternativas de inversión con mejores rentabilidades. Este proceso se puede acelerar por una expansión artificial de la oferta de oro por vía de considerables ventas anticipadas de los productores del metal. No se les iba a tomar a mal que, después de haber visto el precio del oro, a principios de Marzo, en su nivel más bajo después de siete años, utilizaran inmediatamente la cotización más alta desde hacía dos años para mejorar el panorama de sus ganancias. Los altos precios del oro pueden también atraer a los bancos centrales. No en vano disponen todavía, a pesar de las ventas del año pasado, de 24.500 toneladas de oro que teóricamente pueden convertir en plata en cualquier momento.

En caso de aprovechar también ellos lo propicio del momento para desprenderse por lo menos de una parte de sus reservas -y si esto coincidiera con ventas de las minas de oro o de los fondos a plazo, o de ambos a la vez- el alza del oro podría terminar tan rápidamente como se inició.

LA SITUACION EN ALGUNAS PEQUEÑAS ECONOMIAS EUROPEAS

El diario suizo "Neue Zürcher Zeitung" dedica uno de los recientes informes sobre la coyuntura que forman parte de su Sección Económica a este tema. Nos ha parecido de interés recoger su contenido, entre otras razones, porque una de las economías analizadas es la española.

La evolución más reciente de la coyuntura confirma, una vez más, la fuerte dependencia de los pequeños países industrializados con respecto al, comercio exterior. Si a principios de los noventa muchos países europeos habían podido aún beneficiarse de la reunificación alemana, sus exportaciones sufren ahora los efectos de la recesión que, mientras tanto, se ha instalado también en Alemania. Especialmente Austria y los Países Bajos, cuyas ventas al exterior se dirigen, en un 40% y un 30%, respectivamente, al país vecino, han sufrido el impacto del derrumbamiento de la coyuntura alemana. A esto hay que añadir, como sucede también en Dinamarca, Noruega y Bélgica, la sobrevaloración de la divisa frente a algunas monedas europeas fuertemente devaluadas últimamente, lo que afecta a la competitividad de la industria exportadora.

De los desfases que se han producido en el panorama económico europeo han tocado también las consecuencias España, Suecia y Finlandia. En los últimos años, el peso de sus

sobrevaluadas monedas, con relación a unos tipos de interés que se mantenían altos, había repercutido negativamente en la coyuntura. Después de que, por devaluaciones masivas, se atenuara la presión en el frente monetario, pudieron darse inmediatamente pasos en la reducción de los tipos de interés que, junto con el abaratamiento de las exportaciones- y no en último término también del turismo- debían tener efectos favorables sobre la futura evolución de la coyuntura.

Los problemas monetarios y de la exportación no pueden hacer olvidar que en la mayor parte de los pequeños países industrializados la mayor parte de los problemas son de origen interno. Habiéndose reconocido el fracaso por doquier de los experimentos realizados con el estado social y de bienestar financiado con elevados ingresos fiscales, parece difícil transformar en hechos la reconocida necesidad de reforma.

Se ha engendrado en los ciudadanos y en los grupos de intereses, demasiada mentalidad patrimonialista por doquier en los años de paternalismo estatal para que pudieran ser cedidos sin resistencia los rígidos privilegios. Así el Gobierno de Suecia, que está de lleno inmersa en la recesión, se resiste a introducir las medidas de ahorro que son estrictamente necesarias y a eliminar el elevado déficit del presupuesto. También hay fuerte oposición a flexibilizar las excesivas ayudas al desempleo y las prestaciones sociales que reprimen el estímulo personal para el trabajo. En Bélgica se combate el gigantesco déficit del sector público con más subidas de impuestos en lugar de a través de la reducción de gastos. Dinamarca puede mantener todavía el déficit del Estado por debajo del nivel del 3% del PIB, pero con una tasa del 11%, tiene un considerable problema de desempleo que, según reprochaba recientemente la OCDE, se debe a la existencia de prestaciones de desempleo demasiado generosas. Finalmente, en España, con su coeficiente de paro récord, los trabajadores con colocaciones fijas están tan "bien" protegidos por la ley contra el despido, que las empresas se pueden permitir cada vez menos colocar de forma Permanente a Personas sin trabajo.

La debilidad de la coyuntura a nivel internacional ha puesto al descubierto en muchos pequeños países de Europa una necesidad considerable de ordenación estructural en el desbordante sector estatal y en los anquilosados mercados de trabajo. Sin embargo, sólo algunos gobiernos avanzan con auténticos pasos reformadores. Con frecuencia son demasiado fuertes las resistencias de carácter político contra unas medidas por lo general impopulares. De la capacidad de renovación interna de estos países dependerá, en gran medida, que puedan ser partícipes, en la medida que se espera, de la recuperación de la coyuntura y resolver su problema de desempleo, en muchos casos importante.

Demanda interna comprimida en Escandinavia.

Los países del Norte de Europa sufren, en grado distinto, las consecuencias del estancamiento de la coyuntura y de la recesión, cada vez más virulenta, de la economía alemana. Dinamarca, a pesar de tener la -relativamente- mayor dependencia con respecto al mercado alemán, ha luchado con perseverancia y con buenos resultados contra la devaluación de la corona. Los éxitos estabilizadores crean margen para una política financiera moderadamente expansiva. En tanto que Noruega, con sus exportaciones de petróleo, se presenta como un caso especial y va contra el espíritu del tiempo con el perfeccionamiento del estado providencia, Suecia y Noruega tienen que enfrentarse a enormes dificultades de adaptación. Durante bastante tiempo -incluso después de su paso a la flotación, en otoño pasado- ha sido imposible detener la pérdida de valor de sus divisas. Sobre todo en Helsinki, pero también en Estocolmo, se han hecho ostensibles en

la primavera las fuerzas contrarias. Las alzas en la bolsa y los tipos de interés en descenso son signos de un renacimiento del espíritu de empresa.

Retrospectivamente han resultado ser contraproducentes para Suecia y Finlandia las maniobras monetarias de frenado asumidas junto con el acoplamiento al ECU, toda vez que finalmente la devaluación ha sido inevitable. La fe en esa estrategia de política monetaria se ha debilitado, en parte, por el retraso en la adopción de programas de ahorro. El fracaso estaba en gran parte programado, sin embargo, por la fijación de un tipo de cambio demasiado alto, es decir, las autoridades monetarias habían infravalorado el alcance de los problemas estructurales acumulados. Con el paso súbito a una recesión ya anunciada con la caída de la producción industrial, se ha hecho demasiado patente el deficiente vigor competitivo de los escandinavos. Durante largos años se han venido practicando elevaciones de salarios que han estado por encima del crecimiento efectivo de la productividad. Las constantes especulaciones en torno a la devaluación han impulsado finalmente los tipos de interés hasta un nivel que ha afectado mucho a los bancos.

A pesar de los recortes monetarios, la recuperación de la coyuntura avanza sólo lentamente. Aunque Finlandia devaluó hace ya aproximadamente dos años, después de la quiebra del comercio con la antigua Unión Soviética la inercia procedente de la exportación es insuficiente para salir de la depresión. Las empresas son reticentes ante las nuevas inversiones, porque la erosión de los resultados de los últimos años aconseja, en primer lugar, mejorar el grado de autofinanciación. Muchas empresas escandinavas están infracapitalizadas. El dramático empeoramiento del presupuesto del Estado y la obligación de amortizar créditos tendrán posiblemente también el año próximo como consecuencia una fuerte contracción de la demanda interna. El encarecimiento de las importaciones todavía no pone de manifiesto impulsos inflacionistas, ya que los efectos sobre los precios quedan encubiertos por factores de otro signo y por el desarrollo económico, generalmente débil. La tasa récord de desempleo del 18% y el 14%, respectivamente en Finlandia y Suecia, constituye un índice incontrovertible de la insuficiente utilización de capacidades productivas. Ambos países tendrán que encajar igualmente este año una caída del PIB del 1% y del 1,5%, lo que significa que quedará todavía más gente sin trabajo. La conciencia de ser un caso especial en el campo de la política de empleo ha originado perjuicios, sobre todo en Suecia. El desempleo prevalecerá previsiblemente en el debate sobre la política económica en los años noventa. El gobierno minoritario conservador ha tenido que reconocer, con la presentación de varios así llamados planes de crisis, que las restricciones en materia de política financiera obligan a una nueva mentalización. La política laboral ha sido bastante conformista hasta ahora, aunque el profesor Lindbeck ha advertido en un trabajo muy apreciado, sobre los importantes déficit estructurales. En Suecia, igual que en otros estados providencia europeos, existe una abigarrada legislación laboral cada vez más contraria a los intereses de los trabajadores. Sin embargo, al colocar Estocolmo a uno de cada diez suecos dispuestos a trabajar en programas de empleo y formación estatales, ello constituye más una prueba de los problemas existentes que una intervención estatal razonable para la creación de pleno empleo. Los intereses propios de los sindicatos también se oponen a la flexibilización del mercado laboral. No hace tanto se ha ensayado en Finlandia la huelga general porque el Gobierno quería imponer una liberalización consecuente del derecho laboral. Un compromiso salvó la paz social. Por un procedimiento bastante complicado se pueden contratar ahora a los jóvenes con salarios más bajos de lo que establecen los convenios colectivos para los afiliados a los sindicatos.

Hipotecas políticas en España.

La economía española está pasando en estos momentos por una fase de recesión que se ha iniciado en el cuarto trimestre de 1992. De acuerdo con las estadísticas oficiales, el PIB se ha contraído, en comparación con el mismo trimestre de 1991, a razón de una tasa del 0,2%. En general, no se espera ya una recuperación apreciable para antes de 1994. Según datos del Servicio de Estudios del gran Banco Central Hispano, en Febrero de este año el PIB ha disminuido, con respecto a igual mes de 1992, en un porcentaje estimado del 0,7%. La demanda interior ha bajado un 1,7%, mientras que la evolución del consumo privado ha pasado, de enero de 1992 a febrero de 1993, de una tasa de crecimiento del 2,7% a una tasa negativa del 0,6%. Las inversiones siguen acusando en febrero, un marcado retroceso, estando, según el índice del citado Banco, un 7,5% por debajo del nivel del año pasado.

Desde Septiembre último la peseta ha sido devaluada en tres fases, perdiendo con ello más del 20% de su valor frente a las monedas duras. Las devaluaciones del año pasado han tenido un efecto positivo, en la medida en que se ha reducido rápidamente el saldo adverso de la balanza comercial. A los efectos que, en materia de precios, han beneficiado a los exportadores españoles gracias al abaratamiento de la peseta, se ha unido la baja generalizada de la demanda que ha repercutido también en las importaciones. El déficit de la balanza de intercambios se encontraba en los dos primeros meses de este año un 41,6% y un 31,1%, respectivamente, por debajo de los valores de hace un año. El valor de 164.200 millones de pesetas de febrero ha sido el más bajo desde 1988. La última devaluación del 13 de Mayo del 8% probablemente reforzará esta tendencia. El índice de la producción industrial ha llegado en Enero a un 6,1% por debajo del año precedente. También el sector de la construcción ha registrado una desaceleración en su actividad, aunque el informe mensual de la coyuntura del Ministerio de Economía, publicado en Abril, cree apreciar signos de pronta recuperación.

Simultáneamente con la devaluación de la divisa española, el Banco Central ha reducido su tipo de interés de intervención en un punto y medio porcentual hasta el 11,5% poniendo así en marcha una serie de rebajas de tipos de interés contra las que se había resistido durante largo tiempo. Según todos los indicios, la medida parece tener un fundamento político más que económico, no habiendo habido cambios en los indicadores económicos fundamentales. La tasa de inflación, referida a un año, está en el 4,6%, es decir, 0,6 puntos porcentuales por encima del objetivo que se ha fijado el Gobierno. El abaratamiento de los créditos, desde hace tiempo reclamado por todos los sectores, apenas tendrá repercusiones positivas inmediatas sobre la coyuntura, ya que una buena parte de la incertidumbre actual se basa en razones políticas. El Presidente del Gobierno Felipe González se ha visto obligado a convocar elecciones anticipadas que ha ganado, pero que le obligan a formar un Gobierno de coalición o, en todo caso, un Gobierno minoritario.

Así que existe la posibilidad de que la política económica se quede por un tiempo en suspenso. Un Gobierno sin suficientemente amplio apoyo podría caer ya en el otoño con el proyecto de presupuesto. El nuevo ejecutivo tendrá que encontrar vías y medios para eliminar o reducir el "agujero" del presupuesto del Estado. En estos momentos España tiene oficialmente 3,3 millones de parados. Aunque se sabe que esta cifra no es real, también seguiría dando lugar a elevados costes el desempleo efectivo si se consiguieran impedir los abusos en torno al seguro. Es ineludible la reforma del mercado laboral. Ninguno de los dos grandes partidos políticos tiene buenas posibilidades de imponerla sobre la base de negociaciones. Hace poco los ferrocarriles estatales han aceptado una ronda de negociaciones que ha dado lugar a un incremento salarial del 4%. Este acuerdo amenaza con establecer un precedente que apenas

actúe en el sentido de la moderación pedida por el Gobierno en el campo de los salarios. El necesario aumento de la productividad - sin el recurso a las devaluaciones- sigue así sometido a hipotecas políticas.

Fuerte dependencia de los países del Benelux con respecto a Alemania.

En los países del Benelux los pronósticos de la coyuntura han venido una y otra vez siendo corregidos a la baja en los últimos meses. En especial, ha llevado a estimaciones de crecimiento negativas en los 3 países del Benelux que tienen en Alemania su principal mercado. La noticia de que hay que contar este año con una contracción de la economía en el vecino del Sur. Sin embargo, oficialmente se piensa todavía en un modesto crecimiento real del 0,5% al 0,8%. En 1992 el PIB belga se incrementó en un 0,8% y el holandés, en un 1,5%. En Holanda se espera una evolución de la inflación especialmente favorable que ha bajado a la mitad, tomando como base los precios al consumo, que en Abril han registrado una tasa del 2,3%, frente al 4,4% de hacía un año. En Bélgica, -donde los sindicatos han podido de nuevo imponer durante la crisis gubernamental a finales de Marzo la indicación plena de salarios- se observa, en cambio, una tendencia ligeramente ascendente. En Abril, el crecimiento de los precios al consumo era del 2,9%, frente al 2,5% del mismo mes del año anterior.

En ambos países en el centro de las preocupaciones económicas está el pertinaz desempleo y los presupuestos públicos deficitarios. Como consecuencia de la solidez de sus monedas y de las repetidas devaluaciones en otros países comunitarios, la posición competitiva internacional de estos dos estados ha empeorado en los últimos meses. En Holanda se intenta superar esta situación con la eficaz receta de los años ochenta consistente en implantar una rigurosa moderación salarial. Se trata de congelar las rentas de carácter social y los sueldos de los funcionarios, a lo que los empleados del sector público han respondido ya con la paralización del transporte en algunas grandes ciudades. El Gobierno rojo-negro intenta también, con el total apoyo del partido de los trabajadores, acometer en sus fundamentos el problema de los escasos incentivos para el trabajo de los estratos de rentas bajas.

Después de la reducción de las rentas en favor de los inválidos el año pasado, acaba de anunciar asimismo un recorte, o incluso supresión, de las ayudas sociales a favor de los jóvenes para los que desde comienzos de 1992 está en vigor una garantía legal de empleo en el sector público. Los objetivos que se marcó el Gobierno, cuando inició su mandato hace cuatro años, para acabar con el déficit del presupuesto se han cumplido bastante puntualmente hasta ahora. Después de una nueva serie de medidas de ahorro en Abril, el camino trazado no se seguirá en su totalidad en los años de débil coyuntura, pero el déficit del presupuesto se pretende que ya en 1994 disminuya hasta la tasa del 3% del PIB fijada en Maastricht.

En Bélgica, donde gobierna igualmente una coalición roja-negra no está ni mucho menos tan enraizada la voluntad de practicar una política presupuestaria sólida. Apenas si transcurre una semana sin que los miembros del Gobierno digan que, en vista de la recesión generalizada, deberían flexibilizarse las normas de Maastricht. En la última ronda de medidas de ahorro, en Abril, el Gobierno ha vuelto a recurrir a aumentos masivos de impuestos, mientras que los recortes, también prometidos, en los gastos, sobre todo en el ámbito social, aguardan todavía a su configuración concreta. De acuerdo con los planes gubernamentales, el déficit público del año en curso deberá reducirse desde el 6,9% al 5,8% del PIB. En los últimos tres años, contrariamente a los planes existentes, ha evolucionado justamente al revés, desde el 5,8% al

6,9%. Casi nadie cree todavía seriamente en una disminución hasta la norma de Maastricht del 3% hasta 1996.

Para combatir el desempleo y para mejorar la competitividad de la economía belga, el Gobierno se propone seguir apretando la tuerca de los impuestos para disponer de 10 mil millones de francos belgas. Entre otras cosas, se habla de una subida del IVA desde el 19,5% al 20%. No cabe pensar, como en Holanda, en una reducción drástica de la presión fiscal para reanimar la economía, debido a las grandes diferencias de opinión entre los miembros de la coalición. Únicamente para los estratos de salarios bajos se ha estado considerando en la "gran conferencia sobre empleo" aligerar los gravámenes de carácter social para hacer más atractiva para los empresarios la colocación de trabajadores poco cualificados.

La economía austriaca en el camino hacia la recesión.

En Austria se está acentuando la tendencia económica descendente que no se ha hecho, patente hasta hace bien poco. Ha habido que abandonar también por parte del Gobierno el convencimiento de que sería imposible mantenerse alejado de la evolución internacional. De todas formas, el Poder se manifiesta a menudo desorientado y debate si en esta crisis el Estado ha de estar al margen o quizá tendría sentido acudir a las viejas recetas a base de fuertes inyecciones financieras del sector público situando, en primer término, la garantía de los puestos de trabajo. Los pronósticos de crecimiento han venido sucesivamente siendo revisados a la baja por los institutos de análisis de la coyuntura WIFO e IHS. La estimación de crecimiento cero, hecha últimamente en Abril, aparece ya como dudosa y según los expertos será difícil que se cumpla. Como en los primeros meses de este año, las cosas han ido peor de lo que se esperaba, es ahora perfectamente imaginable en Austria una recesión auténtica (con producto interior en declive). Los expertos en coyuntura de los grandes bancos cuentan ya con una caída del PIB del 0,7% ó 0,8%.

En las exportaciones, en la producción industrial y en las entradas de pedidos se han registrado desde comienzos de año retrocesos masivos. Se han derrumbado algunos puntales sólidos del crecimiento, tales como las exportaciones al Este y la actividad en el sector de la construcción. Como los mercados exteriores más importantes de la Europa Occidental no permiten apreciar aún ninguna reanimación de la demanda y los principales socios comerciales han conseguido ventajas competitivas por medio de la devaluación de sus monedas, es más difícil para los exportadores austriacos mantener sus posiciones en el mercado. En el primer trimestre las exportaciones, en su conjunto, han bajado en un 8%. Con respecto a la CE, este retroceso ha sido incluso del 9,4%. En el mismo período las importaciones se contraen en un 6,8%.

La recesión ha alcanzado de lleno a la industria, que en Febrero había producido un 3% menos que en el mismo período del año pasado. Si se excluyen los productos energéticos, la caída ha sido incluso del 5%. Los más afectados han sido los fabricantes de componentes para vehículos y otros bienes de equipo que, como pertenecientes al sector de la subcontratación, han sido arrastrados por la crisis de la industria alemana del automóvil. La situación de pedidos sigue siendo poco satisfactoria y apenas permite esperar una recuperación rápida de la producción. Las entradas de nuevos pedidos estaban en los dos primeros meses un 10% por debajo de los valores del año precedente.

La producción en el sector de la construcción ha disminuido por vez primera en enero, después de la prolongada alta coyuntura, por debajo del nivel de 1992. Mientras que la construcción de viviendas todavía es satisfactorio los demás subsectores han tenido movimientos negativos. Los resultados poco aceptables y el grado de utilización en descenso de las capacidades productivas en la industria empiezan también a repercutir en la demanda de obras. El comercio minorista ha venido eludiendo la recesión, consiguiendo incluso aumentar ligeramente, después de fin de año, su volumen de ventas. La activa demanda de bienes duraderos no permitía adivinar, al menos hasta hace poco, mayor pesimismo en torno a la coyuntura.

Por el contrario, en el mercado de trabajo son tanto más claros los efectos de la recesión. La cifra de la población activa dependiente cae en Febrero por vez primera desde hace varios años por debajo del nivel de 1992. A partir de principios de 1993 se ofrecen, a través de las oficinas de paro, alrededor de una cuarta parte menos de puestos de trabajo que doce meses antes. El número de parados registrados aumenta en Febrero, a la distancia de un año, un 14% y, en Marzo, incluso un 20%. En el lapso de los últimos doce meses se han perdido, según datos del WIFO, unos 40.000 empleos en la producción de bienes materiales. De ellos, sólo las tres cuartas partes han podido ser compensados con nuevos puestos de trabajo en el sector de los servicios. En cambio, la reducción de la inflación avanza muy lentamente. La tasa, desde el último trimestre de 1992 al primero del año en curso, ha retrocedido sólo desde el 4,1% hasta el 3,9%.

EL TEMA DEL MES

Algunas aclaraciones previas sobre el artículo: "Mercado de divisas y crisis cambiarias: Una nota a propósito del Informe del Grupo de los Diez de abril de 1993", J. A. Maroto

"MERCADO DE DIVISAS Y CRISIS CAMBIARIAS: UNA NOTA A PROPOSITO DEL INFORME DEL GRUPO DE LOS DIEZ DE ABRIL DE 1993"

Luis M. Linde y Javier Alonso

ALGUNAS ACLARACIONES PREVIAS SOBRE EL ARTICULO:

"Mercados de divisas y crisis cambiarias: una nota a propósito del Informe del Grupo de los Diez de abril de 1993".

Juan Antonio MAROTO ACIN

La internacionalización de las transacciones económicas y la globalización de los mercados financieros han originado una interdependencia creciente entre las economías de los diferentes países y han llevado al primer plano de la actualidad las operaciones de los mercados de divisas y la evolución diaria de los tipos de cambio. Las operaciones de comercio exterior y la dinámica de los mercados monetarios generalizan las operaciones en moneda extranjera y difunden cada vez más específicas técnicas operativas y de cobertura de riesgos de tipos de interés y de cambio que no hace mucho tiempo quedaban circunscritas a especialistas.

Por otra parte, en el caso español, ese interés se acrecienta por la pertenencia de la peseta al mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, desde 1989, por lo que supone de compromiso ante la estabilidad cambiaria y la convergencia hacia la Unión Económica y Monetaria, el Espacio Financiero Integrado y el ECU como moneda europea única; así como por la vigencia de la plena liberalización de los movimientos internacionales de capitales.

Este marco teórico sufre, no obstante, a partir de agosto de 1992, una serie de convulsiones que se derivan del "euroescepticismo" subsiguiente a la primera negativa danesa a la ratificación del Tratado de Maastricht, con la aparición de fuertes e ingentes movimientos especulativos contra las monedas bajo sospecha de devaluación, que acabaron provocando la salida de la Libra y la Lira del Sistema Monetario Europeo y que siguen poniendo en cuestión, casi diariamente, los límites de fluctuación de las monedas remanentes respecto de la moneda ancla, indefectiblemente representada por el marco alemán.

La novedad de la aparición de esos movimientos especulativos, que son capaces de desestabilizar el Sistema en un solo día, además de provocar una enorme sangría de divisas en las Reservas de los Bancos Centrales europeos que tienen que salir en defensa de la paridad de sus monedas, ha dado lugar a una serie de reuniones internacionales, del Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CE y del Grupo de los Diez, principalmente, que pretenden dar respuesta a las nuevas amenazas sin menoscabar la libre circulación de capitales ni el funcionamiento del pleno mercado. Hasta el momento, sin embargo, no se ha producido ninguna actuación coordinada concreta de estos foros y, es más, se extiende la sensación de que las autoridades monetarias de los diferentes países se encuentran inermes ante la especulación cambiaria internacional, por carecer de instrumentos efectivos para hacerla frente.

El artículo de Luis Linde, Director General del Banco de España, y Javier Alonso, Jefe de Operaciones Exteriores, se inscribe en ese marco de reflexión y análisis de la situación actual de los mercados cambiarios, a la par que en el de la justificación de las medidas implantadas por el Banco de España en septiembre y octubre de 1992 para penalizar el coste de las operaciones típicamente especulativas contra la peseta, instrumentadas mediante operaciones Swap a corto

plazo; medidas que permanecieron en vigor hasta noviembre de ese año, fecha en la que se produjo el segundo realineamiento de la paridad de la peseta en el SME.

El artículo, eminentemente riguroso y técnico, pasa revista a las diversas formas de la especulación en los mercados de divisas y se centra en la especulación estrictamente financiera, que no se basa en la habitual cobertura del riesgo de cambio por operaciones de comercio exterior, por ser la que produce efectos distorsionadores sobre la actuación de los Bancos Centrales en auxilio de las paridades de sus monedas. Analiza igualmente los mecanismos mediante los cuales se produce dicha especulación y revisa los efectos de las posibles alternativas de defensa contra ella. Finalmente, evalúa las posibilidades de actuación de los Bancos Centrales mediante la regulación prudencial de las entidades financieras para hacer frente a la especulación cambiaria, y comenta las posibles modificaciones legislativas en las correspondientes Directivas de la CE que podrían limitarla o encarecerla.

Resulta de un gran interés, como tendrá ocasión de comprobar el lector, el análisis de los mecanismos mediante los que se produce la especulación, y que, paradójicamente, resultan inducidos y realimentados por la misma actuación de los Bancos Centrales en defensa del tipo de cambio de sus monedas. En síntesis, y como el propio autor precisa, la especulación se asienta sobre tres agentes: una *entidad o banco que especula* contra una moneda sospechosa de devaluación, o moneda débil, mediante ventas de la misma contra una moneda fuerte al contado al Banco Central defensor de la paridad vigente, y que obtiene mediante un Swap que combina la compra al contado de dicha moneda débil a una entidad bancaria tenedora de la misma y su simultánea venta a plazo a ésta, ante la confianza de pagar posteriormente con moneda ya devaluada; una *entidad bancaria que actúa como financiadora* de la operación, vendiendo la moneda débil al contado al especulador y recomprándose a plazo, junto con la percepción del interés por el aplazamiento; y un *Banco Central* que debe comprar la moneda propia a los especuladores, contra entrega al contado de sus divisas fuertes, para evitar el deterioro del tipo de cambio de la moneda nacional, e inyectar al mismo tiempo liquidez en la moneda propia, mediante su venta a los bancos financiadores, para evitar la elevación excesiva de los tipos de interés.

En definitiva, nos encontramos ante un peculiar "juego" contra las monedas nacionales, en el que el número de jugadores que especulan contra ellas y sus expectativas de ganancia ante su eventual devaluación incrementan las probabilidades de ganar y el valor del "premio". Y lo que es aún más grave, un "juego" en el que los especuladores compran las divisas fuertes a los Bancos Centrales con la liquidez que estos mismos les prestan, ante la esperanza de poder revendérselas más caras si las monedas nacionales acaban depreciándose.

GLOSARIO BREVE.

Apalancamiento financiero.

Coeficiente multiplicador del endeudamiento. Se aplica en este caso a las operaciones que pueden realizarse "sin dinero", de tal forma que los recursos propios de que dispone un operador se entregan como garantía para obtener una financiación muy superior, que es la que tiene un gran impacto sobre el mercado.

At the money.

Se aplica a una opción sobre divisas, cuando el tipo de cambio de mercado de la divisa subyacente es el mismo, o casi igual, que el tipo de cambio de ejercicio del contrato.

Hedging.

Técnicas de cobertura que se emplean en las operaciones de cambio exterior y/o en la toma a préstamo de moneda extranjera, al objeto de protegerse frente a un riesgo de cambio indeterminado e incierto derivado de la tenencia de activos o pasivos, cuyos valores son susceptibles de verse afectados por variaciones en el tipo de cambio.

Lags de cobros y pagos.

Aceleración en los cobros y demora en los pagos en una divisa, ante la eventualidad de una baja en su tipo de cambio o de su depreciación relativa frente a la moneda nacional.

Leads de cobros y pagos.

Demora en los cobros y aceleración en los pagos en una divisa, ante la eventualidad de un alza en su tipo de cambio o de su apreciación relativa frente a la moneda nacional.

Opción Put.

Contrato que otorga a su tenedor el derecho, pero no la obligación, a vender cierto activo a un precio fijo, durante un período de tiempo específico o en una fecha futura determinada.

Opción Call.

Contrato que otorga a su tenedor el derecho, pero no la obligación, a comprar cierto activo a un precio fijo, durante un período de tiempo específico o en una fecha futura determinada.

Operación Forward.

Operación a plazo.

Operación Spot.

Operación al contado.

Operación Swap.

Contrato por el que dos partes se obligan recíprocamente a hacer frente a los compromisos asumidos por la otra parte en operaciones a crédito. Pueden referirse a intereses, a monedas, o a cruces de ambos.

Posición abierta en divisas.

Posición es el importe neto de una determinada divisa que resulta de las entradas y salidas derivadas de operaciones de cambio exterior o del mercado monetario. La posición abierta se produce cuando existen créditos no compensados con débitos, o viceversa.

Riesgo de tipo de interés.

El que se deriva de la posibilidad de incurrir en pérdidas por la sensibilidad de las operaciones financieras ante futuros movimientos de los tipos de interés activos y pasivos del mercado.

Riesgo de tipo de cambio.

El que se deduce de las posibles pérdidas en el valor de activos, pasivos o compromisos reflejados en cuentas de orden, ante eventuales fluctuaciones en la cotización de las divisas en que dichos conceptos se nominen.

Transacción Outright.

Compra o venta de divisas con fecha de liquidación anterior o posterior a la fecha de liquidación de operaciones al contado, y que no esté relacionada con una operación Swap.

REFERENCIA BIBLIOGRAFICA.

SAIZ CEBRECOS, E. (1992): *Los mercados de divisas. Productos financieros derivados (Normativa 1992)*, EDERSA, Madrid.

**MERCADO DE DIVISAS Y CRISIS CAMBIARIAS:
UNA NOTA A PROPOSITO DEL INFORME
DEL GRUPO DE LOS DIEZ
DE ABRIL DE 1993^(*)**

*Luis M. Linde, Director General del Banco de España
Javier Alonso, Jefe de Operaciones Exteriores*

1. Introducción.

La estabilidad cambiaria alcanzada con el SME en Europa a lo largo de los años 80, los pasos dados por los países de la CE en dirección a la completa liberalización de los movimientos de capitales, los procesos de desregulación financiera acometidos en muchos países, todo ello condujo a una situación, a comienzos de 1992, de apariencia un tanto idílica: los capitales circulaban libremente, los mercados de divisas funcionaban con gran perfección y casi siempre en sentido estabilizador, la Unión Monetaria europea estaba al alcance de la mano, etc.

Todo esto cambió bruscamente entre mediados de agosto y mediados de septiembre de 1992. La más brutal y llamativa manifestación de la crisis fue el derrumbe de la cotización de la libra esterlina y de la lira italiana y su salida del mecanismo de cambios del SME una vez que, apenas en horas, sus respectivos Bancos centrales emisores hubieron consumido en gran medida sus reservas en divisas convertibles. Por su parte, el Banco de Francia conseguía salvar la paridad franco-marco alemán con la financiación excepcional -en cantidad y calidad- del Bundesbank.

Los Bancos centrales y los Ministerios de Economía se encontraron enfrentados a una situación inesperada y cuya génesis y desarrollo demostraron conocer mal. No podía haber dudas de que las fortísimas presiones contra diferentes monedas tenían su origen en la realización de grandes volúmenes de operaciones de cobertura de riesgo de cambio y de grandes volúmenes de operaciones que podían considerarse "estrictamente especulativas", aunque ninguna autoridad monetaria estuviera en condiciones de evaluar el volumen de estas operaciones, para no decir nada de la distinción entre unas y otras. ¿Quién estaba detrás de esas fabulosas cifras de venta de libras esterlinas y de liras italianas para comprar marcos alemanes? ¿Dónde encontraban financiación? ¿Qué técnica se utilizaba en esas operaciones?

La reunión de Gobernadores de Bancos centrales de la CE que se celebró en Basilea el 8 de septiembre de 1992, las reuniones que tuvieron lugar en Washington la semana siguiente y las sucesivas reuniones de octubre y noviembre no llegaron a ninguna conclusión satisfactoria.

(*) Agradecemos a José Luis Malo de Molina, Fernando Eguidazu, Fernando Vargas y José Luis Alzola sus comentarios y observaciones a los sucesivos borradores de este trabajo. La responsabilidad por los errores o imprecisiones que no hayamos eliminado es, por supuesto, exclusivamente nuestra.

De hecho, fueron las autoridades monetarias españolas las únicas que tomaron una iniciativa que pretendía explícitamente hacer frente a la especulación y que, por ello mismo, inevitablemente, también afectaba a las operaciones de cobertura de riesgo de cambio: las medidas adoptadas por el Banco de España en septiembre y octubre de 1992, que estuvieron en vigor hasta finales de noviembre, fueron objeto de muchas discusiones -se entendió, desde muy diversos medios, que se habían reintroducido, de modo indirecto, medidas de control de cambios, algo que el Banco de España negó siempre-, se atribuyó a esas medidas un impacto muy negativo en los mercados de Deuda Pública y en la Bolsa, aunque se les reconoció cierta eficacia en la defensa del tipo de cambio de la peseta; de todos modos, tras el segundo reajuste de la paridad de la peseta en el mecanismo de cambios del SME (el 24 de noviembre de 1992), aquellas medidas fueron abolidas, sin que la discusión sobre su utilidad y significado se hubiera cerrado.

2. Pero, ¿existe la especulación?

Discutir acerca de la especulación cambiaria es arriesgado, porque el término tiene resonancias políticas y se ha utilizado con abuso y falta de propiedad muchas veces. Para algunos partidarios, por así decir, "extremos", de los mercados y de su funcionamiento libre, la especulación es parte consustancial de los mismos, y no tiene sentido plantear su conveniencia, o inconveniencia ni los modos de enfrentarnos a ella; es también frecuente la opinión según la cual son los Gobiernos, o autoridades monetarias incompetentes, los que echan mano del espantajo de la especulación cuando tienen que justificar sus errores y su defensa de tipos de cambio irracionales.

Sin negar que señalar a la especulación puede ser un fácil recurso de las autoridades monetarias o de los Gobiernos y que, en muchos casos, la especulación es el nombre que se da a las operaciones de los agentes económicos que tratan, con toda justificación y legitimidad, de proteger el valor de sus activos, creemos que la posición que podríamos designar como "extremo liberalismo" en esta cuestión es tan simplificadora y técnicamente incompetente como la que se sitúa en el extremo opuesto.

La especulación cambiaria, por supuesto, existe; en ocasiones es, sencillamente, el intento de hacer negocios muy rápidos basados en expectativas (políticas o económicas) que se entrecruzan, y su existencia ni estabiliza los mercados, ni tiene ninguna racionalidad económica distinta a la del buen o mal negocio que hace su titular, según resulten las cosas. El hecho de que el mismo G-10, con los Estados Unidos a la cabeza, constituyera en octubre de 1992 un Grupo de Expertos para analizar las tensiones en los mercados de cambio y la naturaleza de los flujos que en él se producen, incluidos los flujos que podemos llamar "especulativos", muestra que la cuestión no puede descartarse, meramente, como una argucia de Gobiernos intervencionistas para justificar sus errores.

Se especula contra una divisa de diversas formas. Si un exportador aplaza la venta de la divisa que ha recibido para obtener su moneda nacional en espera de que ésta se devalúe, está especulando; si un importador adelanta el pago de sus importaciones porque teme que su moneda se vaya a depreciar, está especulando; si Vd. o yo convertimos nuestra cuenta corriente en una moneda que nos parece "débil" en una cuenta corriente en otra moneda "fuerte", estamos especulando. Dicho en términos técnicos, siempre que un operador mantiene posiciones "abiertas" en una divisa, (es decir, créditos no compensados con débitos o viceversa), está especulando.

Pero la especulación capaz de expulsar del SME en cuestión de horas a la libra esterlina o a la lira italiana no es ésta, porque su volumen no puede ser tan importante. No es posible vender en horas 10.000 millones de libras esterlinas contra marcos alemanes meramente por razones comerciales, o de balanza corriente, o incluso de balanza de capitales "ordinaria". Se necesita algo más, y esto es lo que, entre otras cosas, se esperaba que estudiase el grupo "ad hoc" del G-10 constituido al efecto.

Se planteaban, además, otras cuestiones: la influencia en la crisis cambiaria de la desregulación financiera y la proliferación de instrumentos "derivados" para cubrir riesgos de cambio o de tipo de interés, las posibilidades de actuación de los Bancos centrales en la crisis, entre otras.

El Informe⁽¹⁾ contiene una buena y detallada explicación de algunos de los rasgos básicos de la crisis del SME en septiembre de 1992, en particular, en lo referente a los flujos de capital que durante varios años se habían dirigido hacia las monedas del SME de más altos tipos de interés, y el impacto en los mercados de divisas del intento de los inversores de cubrir, precipitadamente, sus riesgos de cambio a partir del *no* en el referéndum danés de junio de 1992; en sus diversos anexos (elaborados por el FMI, la OCDE y el BIS) se contiene información bien ordenada, en ocasiones nueva y siempre muy útil, sobre diversos aspectos del funcionamiento de los mercados de divisas y de los mercados financieros internacionales, incluidas las prácticas más habituales de los principales agentes económicos que actúan en los mismos.

Sin embargo, el informe del G-10 no analiza, -quizá por considerarlo obvio o muy conocido- los mecanismos de la especulación cambiaria, ni valora su influencia en el desarrollo de la crisis; tampoco evalúa, realmente, en nuestra opinión, el papel jugado por los instrumentos financieros "derivados" que permiten, teóricamente, operaciones de alto apalancamiento, ni analiza la influencia de las actuales normas prudenciales (normas sobre coeficiente de solvencia y consumo de recursos propios) en el desarrollo de las operaciones swap, que son esenciales para entender el funcionamiento del mercado de divisas y los flujos de financiación a corto plazo en el mismo.

Finalmente, el informe es franca y abiertamente pesimista sobre las posibilidades de los bancos centrales para hacer frente a los episodios más agudos de especulación cambiaria. Por ello, no trata de algunas cuestiones interesantes desde el punto de vista, precisamente, de la actuación de las autoridades monetarias, como son la comparación de los efectos de las intervenciones en el mercado de contado y en el mercado de plazo, las posibilidades de intervenir mediante instrumentos derivados o las posibilidades de actuación sobre el coste de las financiaciones en vía swap⁽²⁾.

(1) Group of Ten, International Capital Movements and Foreign Exchange Market, April 1993.

(2) El Informe descarta, de modo contundente, la conveniencia de considerar medidas de control a los movimientos de capitales -no se realiza ninguna distinción entre controles administrativos, medidas parafiscales, etc.- y tampoco comenta las respuestas que dan algunas instituciones financieras cuando se apartan de la ortodoxia reinante, por ejemplo (Anejo I, pág. 60):

- "Algunos participantes en el mercado sugieren que las autoridades deberían investigar métodos para aislar las estructuras internas de tipos de interés de los cambios en los tipos a corto plazo decididos para combatir presiones externas en el mercado de divisas".
- "Algunos participantes en el mercado, sin embargo, expresan el punto de vista de que las restricciones de capital pueden ser preferibles a tipos de interés muy altos que perturban gravemente los mercados financieros".

Aunque el informe del G-10, desde luego, acepta que la especulación cambiaria es un factor importante, su análisis se centra en las operaciones de cobertura de los riesgos de cambio y de tipo de interés, lo que da, creemos, una visión algo incompleta de la realidad de los mercados, en los que habría casi exclusivamente agentes económicos perfectamente racionales cubriendo, en mayor o menor medida, sus riesgos de cambio; esta aproximación al problema, que tampoco puede afirmarse que sea incorrecta, se justifica en la obvia dificultad de distinguir las operaciones de cobertura de las operaciones estrictamente especulativas (unas son tan legítimas como otras, pero su impacto en el mercado puede ser y es, con frecuencia, diferente).

Como es obvio, el interés por aclarar los mecanismos básicos de la especulación cambiaria y explorar las posibilidades de actuación de los Bancos centrales en situaciones de tensión extrema en los mercados de divisas no significa en modo alguno desconocer que existen circunstancias en las que tales tensiones están justificadas y, por ello, la aceptación de la devaluación (y no la resistencia a la misma) es la decisión más apropiada. El problema está, naturalmente, en que la realidad no siempre permite evaluar con claridad y anticipación la naturaleza de las tensiones y que, además, hay restricciones institucionales y políticas que interfieren el análisis económico de tales tensiones.

3. El mecanismo fundamental de la especulación cambiaria.

Cuando una moneda se encuentra bajo sospecha de devaluación, la presión contra ella tiene diversos orígenes y se materializa a través de diversos instrumentos y operaciones. La forma más común y, por así decir, automática de tomar posiciones a favor o en contra de una divisa, se traduce en los "leads" y "lags" de cobros y pagos; además, obviamente, hay operaciones de cobertura de riesgo de cambio, de riesgo de interés, inversiones y desinversiones, etc.

No cabe duda de que las transformaciones legales e institucionales registradas en los mercados financieros y en las relaciones económicas internacionales durante los últimos años, así como la aparición de nuevos instrumentos de gestión de activos y pasivos, instrumentos de cobertura, nuevas operaciones de "ingeniería financiera", etc., deben explicar, al menos en parte, lo ocurrido; en el Anexo II se recogen algunos comentarios sobre la utilización de operaciones de elevado "apalancamiento financiero" durante las crisis cambiarias.

Sin embargo, parece que hay que prestar una atención especial, para comprender el desarrollo y la intensidad de las crisis cambiarias, a las operaciones que podemos denominar "típicamente especulativas" a muy corto plazo: ventas "en corto" de la moneda bajo sospecha de devaluación financiadas mediante swaps realizados en los mercados interbancarios internacionales.

Según el estudio llevado a cabo recientemente por un conjunto de Bancos Centrales y el BIS⁽³⁾, referido al mes de abril de 1992, puede afirmarse que las transacciones en el mercado forward se aproximan en volumen a las transacciones en el mercado spot y que dentro de las transacciones en el mercado forward, las operaciones swap entre entidades financieras con plazos de vencimiento inferior a una semana alcanzan, en algunos mercados, un volumen en torno al 50% de todo el mercado spot.

¿Qué hay detrás de ese enorme volumen de operaciones swap a muy corto plazo? La respuesta es sencilla: es un mercado de préstamos, un mercado en el cual unos bancos financian

(3) "Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1992". BIS, Monetary and Economic Department.

a otros. El swap, que no es más que una forma de realizar préstamos, es el *instrumento básico* del mercado monetario interbancario internacional. El esquema básico de especulación contra una divisa mediante ventas en corto financiadas a través de operaciones swaps en el mercado interbancario, puede describirse del modo siguiente:

Supongamos un mercado en el que se opera con dos monedas, una débil bajo sospecha de devaluación (D), otra fuerte o con expectativa de revaluación (F), un banco comercial (A), que especula contra (D), un banco comercial (B), que financia al banco (A) y el Banco Central que emite (D). Los tipos de interés en D (R_d) serán normalmente superiores a los tipos de interés en F (R_f).

El banco A vende D para comprar F, obteniendo los fondos que necesita en D del banco B (que actúa solamente como financiador, es decir, ni pretende obtener, ni obtiene, beneficio alguno de la devaluación eventual de D) mediante operaciones swaps; además, actúa en el mercado el Banco Central emisor de la moneda bajo sospecha de devaluación, D, que para defender su tipo de cambio en el mercado, se desprende de la moneda fuerte, F, que es parte de sus reservas exteriores, drenando así liquidez en su propia moneda, que es la débil.

Para desarrollar nuestro ejemplo, supongamos que el tipo de cambio de mercado es de 3 unidades de D por cada unidad de F, es decir, $1F = 3D$, y que el mercado espera que el tipo de mercado pase, por ejemplo, a $1F = 4D$.

Las operaciones que efectúan el banco A, el banco B y el Banco Central que emite D, son las siguientes:

a) *Operaciones que realiza el banco que especula en contra de la moneda débil D.*

- SPOT: compra una unidad de F y paga con tres unidades de D; su contrapartida sólo puede ser, en última instancia, el Banco Central que emite D (véase apartado c) siguiente) que, en sus operaciones de intervención, está tratando, precisamente, de defender la paridad $1F = 3D$.
- Para pagar su compra en el mercado spot, el banco A toma prestadas las tres unidades de D mediante una operación swap:

SWAP { Spot
Plazo

Compra 3 unidades D y paga con 1 unidad de F.

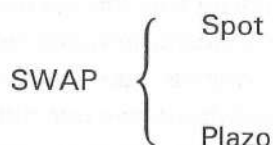
Compra 1 unidad de F y paga con 3 unidades de D más el importe del descuento a plazo de la moneda débil (está a descuento, dado que hemos supuesto que R_d mayor que R_f).

Para el banco A, el resultado de estas operaciones, que mezclan una operación de spot y una operación de swap, o, dicho de otro modo, dos operaciones de spot que se compensan entre sí y una posición a plazo "outright" que queda pendiente de vencimiento, será un beneficio si en el momento de producirse el vencimiento de la operación a plazo del swap,

el tipo de cambio de mercado ha registrado, efectivamente, la depreciación esperada, es decir, si el tipo de cambio D/F ha pasado a ser, por ejemplo, cuatro unidades de D por cada unidad de F y ese tipo es, además, más depreciado que aquel al que se cerró la parte de plazo del swap.

b) *Banco que financia la especulación.*

El banco B que financia la especulación que realiza el banco A, toma depósitos en la moneda débil D y entra, acto seguido, a financiar al banco A mediante swap:



Vende 3D y recibe 1F

Compra 3D más el importe del descuento de la moneda débil y paga 1F.

Para el banco B se ha tratado de una operación de intermediación en la que ha tomado, inicialmente, un depósito en la moneda débil y, a continuación, ha adquirido un activo, prestando esos fondos a través del swap y obteniendo una retribución por la diferencia entre su tipo de interés pasivo en la moneda débil D y el tipo de interés que percibe por su préstamo en vía swap (y que es el neto resultante de la rentabilidad que obtiene por colocar durante el plazo del swap el importe de la moneda fuerte adquirida en la transacción spot más el descuento en el mercado a plazo de la moneda débil).

El banco B, como ya se ha indicado, no participa en la especulación; su beneficio deriva de esa labor de intermediación aunque, naturalmente, esta labor puede ser muy rentable en momentos de mucha volatilidad que permitan fuertes arbitrajes.

c) *Banco Central emisor de la moneda débil.*

Como antes se indicó, el banco que realiza la especulación A, tiene que empezar comprando en el mercado spot la moneda fuerte con la moneda débil y eso sólo es posible si encuentra un vendedor de la moneda fuerte contra la moneda débil. En nuestro esquema, y en la operativa real en circunstancias de gran tensión cambiaria, el único suministrador de monedas fuertes a cambio de moneda débil bajo sospecha de devaluación es el Banco o los Bancos centrales que intentan defender el tipo de cambio de la moneda débil.

La actuación del Banco Central "defensor" de la moneda débil produce, así, dos efectos: por un lado, es condición imprescindible para que la especulación se pueda desarrollar (lo cual es otra forma de decir lo que resulta obvio: si nadie defiende la paridad de una moneda bajo sospecha de devaluación, no hay especulación posible); por otro lado, mediante su actividad de venta de monedas fuertes contra la moneda débil, la autoridad monetaria correspondiente está drenando liquidez interna, liquidez en la moneda débil, contribuyendo así -si no hay esterilización de estas intervenciones- a elevar los tipos de interés de la moneda débil, lo que se añade al alza de tipos de interés, derivada de la demanda de depósitos en la moneda débil por el banco financiador de la especulación.

4. La actuación de los Bancos Centrales: intervenciones y manejo de los tipos de interés.

Enfrentados a una situación de tensión contra sus monedas, y a episodios de especulación cambiaria, los Bancos centrales no tienen, en realidad, más instrumentos que las intervenciones en los mercados de divisas y el manejo de los tipos de interés. La literatura sobre este tema es, desde luego, muy amplia. A nosotros nos interesa considerar ahora sólo algunos aspectos, quizás, menos estudiados, de la cuestión.

La magnitud que alcanza en la actualidad la cifra de operaciones en el mercado de divisas -porque, de hecho, el mercado de divisas es, realmente, un mercado global mundial, cuya única diferencia son las horas de apertura y cierre en función del huso horario de cada zona geográfica, es realmente el único mercado integrado y perfectamente universal- y la magnitud de los flujos que pueden dirigirse a "favor" o en "contra" de una determinada divisa hacen que las posibilidades de los Bancos centrales para enfrentarse con éxito a ataques masivos sean escasas. Cada vez más, existe el convencimiento entre los Bancos centrales -y el estudio del G-10 refleja, aunque no con total claridad, este convencimiento- de que, verdaderamente, los ataques masivos no pueden resistirse y que el mercado impone sus puntos de vista a los Bancos centrales a partir del momento en que esos puntos de vista se generalizan⁽⁴⁾. Y que, en este sentido, el mecanismo de las intervenciones en los mercados, aunque puede ser útil en determinadas circunstancias, pierde su utilidad en situaciones extremas.

El manejo de los tipos de interés, el segundo gran instrumento de que disponen los Bancos centrales para intentar controlar la situación en los mercados de divisas, tampoco parece que pueda considerarse muy efectivo a la vista de las recientes experiencias: los Bancos centrales que han intentado enfrentarse a una situación de especulación masiva mediante elevaciones muy fuertes de los tipos de interés, bien mediante tipos, manejo de plazos, o una combinación de ambas cosas (en los últimos meses, Inglaterra, los países nórdicos, Irlanda, Italia) han fracasado, casi siempre.⁽⁵⁾

Sin embargo, con motivo de la crisis del SME se han producido algunos hechos que han planteado una reconsideración de la actuación de los Bancos centrales, tanto en materia de intervenciones en los mercados de divisas como en el manejo de los tipos de interés: las intervenciones en el mercado forward y la elevación, por vías indirectas, de los tipos de interés en las operaciones de préstamo en vía swap de las monedas bajo sospecha de devaluación.

(4) La especulación cambiaria es una apuesta de un género un tanto especial. El mecanismo normal en los mercados de apuestas -de las carreras de caballos o de galgos a la lotería primitiva- implica que cuantos más apostantes apuestan por un resultado, menor es su premio; en el mercado de divisas ocurre exactamente lo contrario: cuantos más apostantes apuestan por un resultado, más posible es ese resultado y más ganan los apostantes. Como, por otra parte, la especulación sobre divisas se diferencia, también, de la especulación sobre valores en un aspecto esencial -de un determinado valor hay siempre un volumen grande o pequeño, pero limitado en circulación, mientras que tal condición no se cumple, obviamente, en el mercado de divisas- puede afirmarse que la especulación cambiaria reúne características, verdaderamente, únicas.

(5) Para compensar las ganancias en tipo de cambio que pueden conseguirse con la devaluación de una moneda, las elevaciones de los tipos de interés tiene que ser extraordinariamente fuertes. Por ejemplo, una devaluación de un 5% que se espera tenga lugar en un fin de semana (es decir, se quiere combatir la especulación de "fin de semana"), exige elevar los tipos aplicados de viernes a lunes al 600% anual. Si se piensa que la devaluación puede producirse entre semana, el tipo de interés aplicado día a día debe alcanzar el 1.800%. Si la devaluación que se espera es de un 10% para dentro de un mes, el tipo de interés día a día deberá situarse en el 120%, durante todo el período.

En cuanto a las intervenciones en el mercado forward de divisas, han sido realizadas por diversos Bancos centrales europeos y aunque no representan ninguna novedad -las operaciones "outright" en el mercado a plazo se han hecho desde hace muchos años y hay estudios sobre las mismas que tienen ya décadas- recientemente se han utilizado de modo más generalizado y con volúmenes más importantes.

Por lo que respecta a la actuación sobre los tipos de interés de los préstamos de monedas débiles en vía swap, ha sido el Banco de España el que con sus medidas de septiembre y octubre de 1992 adoptó una iniciativa independiente -aunque para muchos, heterodoxa y perjudicial para los mercados- cuyos resultados, aunque no sean concluyentes, son dignos, creemos, de estudio.

1) *Las intervenciones en el mercado forward de divisas.*

La especulación se financia a crédito; siempre se ha supuesto que los Bancos centrales no podían recurrir al crédito para enfrentarse a la especulación, que sólo podrían usar sus propias reservas exteriores. Pero si los Bancos centrales pueden actuar con fondos obtenidos a préstamo, las cosas cambian radicalmente, porque en igualdad de condiciones, es decir, a igualdad de "disponibilidad de munición", es obvio que los Bancos centrales pueden tener, al menos, tanta capacidad de resistencia y tanta agresividad como los especuladores.

- Si el tipo de cambio que defiende por un Banco central es razonable en términos de competitividad y, sobre todo, si existe consenso político en el país en cuestión sobre la conveniencia de defender ese tipo de cambio, la defensa de la paridad de la moneda por su Banco central no plantea problemas técnicos especialmente complicados: si los especuladores y todos aquellos que cubren el riesgo de cambio de posiciones acreedoras en la moneda débil toman prestado para financiar sus operaciones, también puede hacerlo el Banco central. ¿Por qué los especuladores podrían tomar prestado para especular y los Bancos centrales no podrían tomar prestado para "defenderse"?
- La cuestión verdaderamente importante no es cómo defenderse de la especulación, ni si la posición de reservas de un país es mayor o menor, o incluso si es negativa -porque una posición negativa se convierte en positiva a otro tipo de cambio o cuando cambia el sentido de la especulación- sino tener un tipo de cambio realista y respaldo político suficiente para defenderlo⁽⁶⁾.

Señalar que los Bancos centrales pueden intervenir en los mercados de divisas mediante operaciones "outright" en el mercado a plazo -que no implican disposición inmediata de reservas exteriores, ni tienen impacto inmediato sobre los agregados monetarios y que, en

(6) En el anexo al Informe del Grupo de los Diez, preparado por el FMI, se compara el tamaño del mercado de divisas con las reservas que mantienen los bancos centrales. Esta comparación induce a pensar que si el mercado pretende modificar la paridad de una divisa no hay Banco central o conjunto de Bancos centrales que puedan defenderla, ni siquiera durante un día. Este pesimismo se vería atemperado si se compararan magnitudes homogéneas: las reservas son *activos de balance* de los Bancos centrales y la actividad del mercado de divisas, en un 88% interbancaria, queda reflejada en una gran parte en anotaciones en cuenta o "*fuera de balance*" de los bancos.

En los bancos comerciales las partidas "fuera de balance" han crecido de forma extraordinaria en los últimos años y si se comparan con el activo del balance también el resultado es preocupante.

Por otra parte, ni se tiene en cuenta que los Bancos centrales también pueden operar en los mercados forward, se pone de manifiesto que el concepto de "Reservas" no tiene demasiado contenido en un entorno de completa libertad de movimientos de capitales y desregulación bancaria, o en todo caso, que su contenido es muy diferente del que tenía hace unos años.

algún sentido, significan responder a la especulación cambiaria financiada mediante swaps con un instrumento similar- no significa desconocer, que por diversas razones, estas intervenciones tienen, claro está, límites que, precisamente por su carácter más borroso en comparación con las intervenciones de contado, deben ser consideradas con gran cuidado, no sólo por las razones políticas ya mencionadas sino, además, por razones económicas. Pero, en todo caso, lo que se quiere recordar es que en las actuales circunstancias de los mercados de divisas y de capitales internacionales, en las que los agentes económicos pueden movilizar ingentes volúmenes de fondos a través del mercado de préstamos en vía swap, no parece justificado limitar la capacidad de actuación de los Bancos centrales a las operaciones que puedan financiar con sus propios recursos patrimoniales, es decir a las intervenciones en el mercado de contado.

2) *La penalización del tipo de interés en los préstamos en vía swap.*

La idea que subyace en esta actuación es muy sencilla: si los préstamos de la moneda débil que se efectúa en vía swap en los mercados de divisas son, en realidad, el instrumento fundamental mediante el cual se financia la especulación, se trataría de encarecer estos préstamos de tal forma que la especulación dejase de ser interesante, cualquiera que fuera, razonablemente, el plazo y la magnitud de la depreciación esperada.

La puesta en práctica de medidas de penalización a los préstamos de la moneda débil en vía swap se enfrenta a, por lo menos, tres objeciones o preguntas: **1)** ¿Por qué sería preferible incrementar el tipo de interés de las operaciones de préstamo en vía swap en relación a la otra opción posible, que sería incrementar todos los tipos de interés en la moneda débil?

2) ¿Es posible evitar la penalización en las coberturas de riesgo de cambio que, en principio, no pueden ser consideradas operaciones especulativas? **3)** Si la medida de penalización a los préstamos en vía swap se adopta por un Banco central aisladamente, y ello lleva a la "deslocalización" de las operaciones de préstamo en vía swap, ¿no se elimina así la efectividad de la medida? Empezaremos por estas últimas dos cuestiones.

1º) Quizás, lo primero que hay que precisar es que aunque el objetivo de la regulación o penalización serían los swaps de más corto plazo, es decir, las financiaciones más directamente ligadas a la especulación cambiaria, no es posible por razones técnicas penalizar o regular solamente los swaps de más corto plazo, sin afectar a los swaps de más largo plazo. La razón de esta dificultad reside en que cualquier swap de plazo largo puede convertirse en swaps de plazos más corto mediante las oportunas operaciones de swap de carácter inverso, que dan como "producto neto" un swap de muy corto plazo. En suma, en términos generales, no es posible discriminar en la penalización de las financiaciones en vía swap para que no resulten afectadas las coberturas de riesgo de cambio que, puede suponerse, se instrumentan mediante swaps de plazo más largo; si hay penalización, ésta tiene que afectar tanto a las coberturas como a las operaciones que estamos considerando "especulativas".

Sin embargo, si se mantiene la plena libertad para que los residentes en el país de la moneda débil, cuyo tipo de cambio se está intentando defender, puedan localizar sus depósitos donde deseen y, por consiguiente, puedan ofrecer a los no residentes fondos prestables en la moneda débil, la elevación de los tipos de interés en ésta atraerá una mayor oferta, con lo que la elevación de los tipos de interés en los swaps de más largo plazo que, insistimos, puede suponerse que son los más ligados a las coberturas ordinarias de riesgo de cambio, puede no ser mayor que la que se produciría en todo caso

si se intenta combatir las tensiones especulativas mediante elevaciones más o menos espectaculares de los tipos de interés en el mercado monetario de la moneda débil⁽⁷⁾.

En suma, el inconveniente de la dificultad o imposibilidad de discriminar en la penalización entre especulación y coberturas de riesgo de cambio puede quedar considerablemente paliado en el caso de que se mantenga, realmente, la plena libertad de movimiento de capitales y la plena libertad de los residentes en el país de la moneda débil para deslocalizar sus depósitos.

2º) Consideremos ahora los problemas que se plantean cuando una autoridad monetaria nacional decide aisladamente regular o penalizar las financiaciones en vía swap que puede conceder su Banca (es decir, las entidades de crédito sometidas a su regulación), distinguiendo, primero, el caso en el que esta penalización o regulación afecta a las financiaciones que se concedan tanto a residentes como a no residentes y, segundo, suponiendo que la penalización afecta sólo a los préstamos concedidos por esta vía a los no residentes.

a) Si la penalización o regulación afecta a cualquier operación de préstamo que efectúa la Banca en vía swap, tanto a residentes como a no residentes, a cualquier plazo, pero, simultáneamente, los residentes en ese país siguen gozando de plena libertad de movimiento de capitales y pueden, por consiguiente, deslocalizar sus depósitos (es decir, ofrecer libremente sus fondos prestables en la moneda débil en los mercados financieros), parece probable que esa actividad de financiación en la moneda débil en vía swap se traslade a los bancos no residentes. La mecánica de esta deslocalización de la operativa swap es sencilla y si se mantiene la plena libertad para los movimientos de capitales, no parece fácil que una autoridad monetaria nacional pueda hacer frente aisladamente a esa posibilidad. Sin embargo, hay que considerar que la condición previa para ese movimiento sería la deslocalización de depósitos en la moneda débil por parte de los residentes en el país en cuestión (nos estamos refiriendo a depósitos de titularidad tanto de residentes como de no residentes, pero localizados en entidades de crédito residentes), lo que significa que, en todo caso, el volumen de operaciones que podrán efectuarse de modo deslocalizado no será seguramente tan grande como el que se habría efectuado por el propio sistema bancario nacional, reforzándose además este argumento al tener en cuenta que los episodios de tensión cambiaria para los que esta discusión es relevante son, por definición, cortos.

b) También puede considerarse otra opción que consiste en penalizar o regular las financiaciones en vía swap concedidas por la Banca en la moneda débil exclusivamente a no residentes. Esta variante tiene, respecto a la anterior, un inconveniente adicional, y es que, mediante la interposición de un "prestatario nominal" (residente) las entidades de crédito residentes podrían evitar fácilmente la penalización, prestando en vía swap a empresas residentes, que, a su vez, represtarían sus fondos también

(7) Aunque el caso no es seguramente trasladable de modo general, sí puede señalarse que durante la aplicación de las medidas del Banco de España para penalizar los préstamos de pesetas en vía swap a no residentes durante los meses de octubre y noviembre de 1992, se produjo el fenómeno señalado, lo que tuvo como consecuencia que los diferenciales de tipo de interés entre el mercado interno y externo fuesen muy estrechos en los plazos largos y sólo fuesen importantes en los plazos cortos y, en particular, en las operaciones swap de plazo más corto (tomnext).

en vía swap a entidades no residentes. Por ello, la penalización a las financiaciones en vía swap a no residentes exige, en sentido estricto, y siempre naturalmente suponiendo la plena libertad de movimiento de capitales, la de los swaps efectuados por la Banca también con la clientela residente.

c) Se plantea, en tal caso, una dificultad. En efecto, si la penalización se extiende a todos los swaps, incluidos los swaps que se efectúen con residentes, se está imposibilitando o dificultando la realización por éstos de sus coberturas ordinarias de riesgo de cambio y ese es, naturalmente, un efecto que sería preferible evitar. En relación con esta dificultad pueden hacerse dos consideraciones:

- La primera, es que aún con penalización a todos los swaps, los residentes podrían cubrir su riesgo de cambio a través de una operación de efecto equivalente, como sería la compra de la divisa en contado y su colocación en depósito por el plazo del contrato forward al que esa operación reemplazaría; es decir, la banca residente podría organizar con los residentes que lo desearan operaciones que sustituirían los contratos forward simples sometidos ahora a la penalización.
- La segunda, es que dada la naturaleza forzosamente temporal de la medida de penalización como la que comentamos, la dificultad o imposibilidad de cubrir riesgos de cambio durante su vigencia podría no ser un factor decisivo en la toma de decisiones si, realmente, insistimos, se trata de una medida provisional.

3º) Pasemos ahora a la comparación entre elevaciones generales de los tipos de interés y la penalización de las operaciones en vía swap. La comparación de los méritos respectivos de usar elevaciones muy bruscas y muy penalizadoras de los tipos de interés en los mercados monetarios o penalizar los préstamos de la moneda débil en vía swap como instrumento para hacer frente a graves tensiones cambiarias, debe también referirse a otros aspectos del problema.

El banco central emisor de la moneda débil que, como se indicó anteriormente, está tratando de defender su paridad mediante ventas de la moneda fuerte y, así, drenando liquidez en su propia divisa, puede esterilizar o no tales intervenciones. Si las esteriliza, evitará la subida de los tipos de interés de la moneda débil, con lo cual estará autoalimentando la especulación, si es que las tensiones cambiarias no han desaparecido; si no esteriliza las intervenciones y permite, por consiguiente, elevaciones de los tipos de interés en la moneda débil, estará generando otros problemas, porque la elevación de los tipos de interés, tanto en vía depósito como en vía swap, se transmitirá a los demás mercados e inducirá un conjunto de operaciones orientadas, exclusivamente, a obtener la liquidez necesaria en la moneda débil (por ejemplo, se venderán activos financieros denominados en la moneda débil, se encarecerán los préstamos, se remunerarán mejor los pasivos, etc.).

Por todo lo anterior, una elevación general y muy penalizadora de los tipos de interés en los mercados monetarios es una medida que sólo puede ser excepcional y que puede mantenerse sólo durante períodos cortos, debido a sus efectos sobre toda la curva de tipos de interés, y, por ello, sobre la economía real, las cuentas de resultados de los bancos, etc.

Considerando los efectos que genera una elevación muy fuerte y penalizadora de los tipos de interés en los mercados monetarios, la regulación o penalización de los préstamos de la moneda

débil en vía swap a no residentes tiene efectos más restringidos y de menor intensidad y, por eso mismo, puede mantenerse durante más tiempo.

Por ello, si a través de medidas de tipo prudencial o de solvencia, combinadas, en su caso, con medidas transitorias de penalización fuera posible desanimar los incrementos muy bruscos e importantes de las operaciones de swap que tienen una finalidad exclusiva de especulación cambiaria a muy corto plazo, ello significaría evitar los efectos indeseables del manejo penalizador de los tipos de interés con carácter general; por así decir, se "repartiría mejor" la carga de la defensa de un tipo de cambio entre el impacto que deben soportar los agentes económicos y el impacto que deben soportar aquellos que están apostando por una devaluación.

Finalmente, debe reconocerse que una medida de penalización de los préstamos de moneda débil en vía swap a no residentes mediante depósitos sin intereses puede tener, o tiene necesariamente, un impacto tal sobre las expectativas que, puede argüirse, equivale casi al reconocimiento de lo inevitable de la devaluación y, por eso mismo, sólo puede ser quizá, útil si su vigencia es muy corta, por un lado, y por otro debe diseñarse de tal modo que su eliminación no provoque la reaparición de las tensiones. En este último sentido es en el que resulta importante que la intensidad de la penalización sea graduable, de forma que su eliminación pueda también efectuarse de modo paulatino (lo cual puede conseguirse, por ejemplo, como en el caso de las medidas adoptadas por el Banco de España en septiembre y octubre de 1992, mediante el progresivo acortamiento del plazo del depósito obligatorio sin intereses).

5. Operativa swap y regulación prudencial.

En cuanto al régimen prudencial (es decir, las normas para el consumo de recursos propios) hay que distinguir entre el tratamiento que recibe el especulador y el que recibe el financiador de la especulación.

A. Especulación.

1. Si el especulador no está sometido a normas prudenciales de autoridades supervisoras ("hedge funds", grandes corporaciones, empresas, individuos...) es evidente que puede efectuar este tipo de operaciones sin consumo de recursos propios. Aun más, es posible, que debido al apalancamiento financiero estas operaciones sobrepasen varias veces el nivel de recursos propios⁽⁸⁾.
2. Si el especulador es una entidad financiera sometida a normas prudenciales, el consumo de recursos propios dependerá de la forma en que instrumente la especulación: al contado o a plazo.

(8) En algunos mercados (futuros, opciones negociadas en Bolsa ...) es necesario aportar unos márgenes iniciales para participar en ellos y posteriormente, si la posición tomada resulta desfavorable es necesario añadir más margen para cubrir la diferencia.

En el mercado de divisas, la operación de contado financiada con un swap (equivalente a una operación a plazo) no requiere garantías iniciales, ni adicionales. No obstante algunos bancos buscan obtener de los clientes no bancarios garantías genéricas (títulos en custodia, depósitos a plazo,...) que puedan utilizarse en caso necesario.

a) *Contado*

Si la especulación tiene lugar en el mercado de contado, la adquisición de la moneda fuerte dará lugar a un incremento de la posición abierta en divisas y a un incremento del activo del balance. Ambos incrementos consumen recursos propios. En el caso de las entidades de crédito españolas (ver Anexo I) el consumo sería del 8% por la posición abierta y del 1,6% por el incremento del activo. Es decir, una posición abierta en divisas en contado consume en total un 9,6% de recursos propios.

b) *Plazo*

Si la especulación tiene lugar a plazo, se produce un incremento en la posición abierta en divisas -que consume un 8% de recursos propios- pero no en el activo del balance. Sin embargo, sí que crecen las cuentas de orden o "fuera de balance".

En la práctica, las operaciones a plazo no se cotizan directamente. Se construyen como una operación de contado y un swap, tal como se ha explicado en el apartado 3, a). La segunda parte del swap, que queda reflejada en los libros como cuenta de orden, es la que produce un consumo de recursos propios que dependerá del vencimiento del swap. Según puede observarse en el Anexo I, el consumo oscila entre 0% para operaciones de hasta 14 días, -lo cual explica el enorme volumen de estas operaciones- y el 0,08% para operaciones de 1 a 2 años.

La especulación a plazo, en total entre 8% y 8,08%, consume menos recursos propios que la efectuada al contado.

B. Financiación.

A diferencia del especulador, que puede ser cualquier entidad financiera o no financiera establecida en cualquier país del mundo, el financiador, que es quien proporciona la moneda débil, es fundamentalmente una entidad de crédito establecida en el país de la moneda débil.

El especulador que busca financiación en la moneda débil tratará de obtenerla, inicialmente, en vía swap ya que de ese modo coloca simultáneamente la moneda fuerte que han adquirido (casos 2 y 4 del Anexo II), pero si eso no resultara posible, estaría obligado a obtener un crédito en la moneda débil (casos 1 y 3 del Anexo II).

No obstante, a efectos de estudiar el consumo de recursos propios derivados de la financiación otorgada por un banco, ésta puede clasificarse en dos grupos:

1) *Financiación de la especulación con incremento de balance.*

El banco financiador obtiene la moneda débil que debe entregar al especulador tomando depósitos, del mercado interbancario, o en algunos casos, directamente del Banco central.

La entrega de la moneda débil al especulador puede instrumentarse en un crédito puro o depósito (caso 1 del Anexo II), o a través de un swap, permutándola por moneda fuerte que, a su vez, habrá de ser colocada en el mercado y suponemos que en depósito (caso 2 del Anexo II).

El consumo de recursos propios oscila entre el 1,6% en el caso de la operación de crédito puro o depósito, y de 1,6% a 1,68% en el caso de la operación swap.

La ventaja de operar con swaps reside en la posibilidad de reducir el consumo de recursos propios, cuando se encuentra el swap contrario (caso 4). Y, además, no existe desventaja inicial si se opera a menos de 14 días: el coste es 1,6% tanto en depósito como en swap.

2) *Financiación de la especulación sin modificación en el tamaño del balance.*

A diferencia de los casos anteriores, la moneda débil que debe entregarse al especulador se obtiene en vía swap.

La entrega de la moneda débil en forma de crédito puro o depósito produce un incremento en el activo en la moneda débil. Pero como simultáneamente se produce una disminución en los activos en moneda fuerte por la entrega de ésta en el swap para obtener la moneda débil, el efecto neto es nulo. No se produce, por tanto, consumo de recursos propios, excepto el derivado de las cuentas de orden (caso 3).

Si la entrega de la moneda débil se produce a través de un swap, los efectos sobre el tamaño del balance se compensan. Sólo queda el efecto de las cuentas de orden que se verá duplicado al quedar pendientes dos segundas partes de swaps contrarios (caso 4).

El proceso de intermediación para obtener la moneda débil puede ser muy largo hasta llegar a una última entidad que opera con el Banco central, pero si se opera a menos de 14 días, nadie consume recursos propios excepto la última entidad. Esto explica el enorme volumen de los swaps en las operaciones del mercado internacional de divisas, no ya en los momentos de gran tensión cambiaria, sino en la operativa ordinaria ajena a tales tensiones⁽⁹⁾.

6. **Algunas conclusiones provisionales.**

La cuestión que estamos examinando es la naturaleza de las tensiones cambiarias más agudas, aquellas que pueden atribuirse fundamentalmente a los flujos de naturaleza estrictamente especulativa, y las posibles actuaciones de los bancos centrales en su intento de controlar tales situaciones.

Para centrar ideas, resumiremos nuestras conclusiones en tres apartados.

(9) Resulta curioso observar que en el Informe del G-10 no se concede importancia ni al elevado volumen de las operaciones swap a corto plazo ni a su enorme crecimiento en los últimos tres años. De los 832 miles de millones de dólares que se negociaban diariamente en el mercado de divisas en abril de 1992, 324 m.m. de dólares, el 39%, eran operaciones swaps y más del 64% de éstas lo eran a menos de 7 días. Las operaciones de contado representaban un 47% del total, 394 m.m. de dólares, un 8% superior al volumen de los swaps, cuando, en 1989, las proporciones eran muy diferentes: contado 58%, swaps 22%.

A) **El esquema básico de la especulación.**

Son los propios Bancos centrales que intentan defender una moneda los que con sus operaciones en los mercados monetarios y de divisas hacen posible la especulación y la alimentan. Esta conclusión, sorprendente para muchos, es, sin embargo, bien conocida por los mercados.

Cuando un Banco central defiende su propia divisa bajo sospecha de devaluación mediante intervenciones en los mercados de divisas, lo que hace es vender divisas fuertes y comprar su divisa débil. Por ejemplo, cuando el Banco de España interviene en el mercado de contado de divisas para impedir la depreciación de la peseta, lo que hace es vender, digamos, marcos alemanes y comprar pesetas, es decir, inyecta en el mercado marcos y drena del mercado pesetas. Esta operación es el punto de partida de todo el proceso, que prosigue por dos vías:

- El comprador de los marcos no tiene las pesetas para pagarlos y por ello las tiene que tomar prestadas. La forma más habitual de obtener este préstamo es mediante un swap: compra pesetas al contado a otro banco (que paga con los marcos que va a recibir del Banco de España), entregando a su vez estas pesetas al Banco de España; simultáneamente, revende a plazo esas pesetas contra marcos, con lo cual, en definitiva, lo que ha hecho es conseguir una posición acreedora a plazo en la divisa con expectativas de revaluación y una posición deudora a plazo en la divisa con expectativas de depreciación, lo que era el verdadero objetivo de todo este conjunto de operaciones.
- Pero si el Banco de España que está, mediante sus ventas de marcos alemanes y compras de pesetas en el mercado de divisas, drenando liquidez en pesetas de los bancos españoles, no quiere que se produzca una explosión de tipos de interés, debe reinyectar pesetas que son, precisamente, las que los bancos prestan a los especuladores en vía swap, con lo cual se cierra el circuito.

Todo el circuito podría resumirse de un modo muy sencillo: *los especuladores le compran al Banco central que defiende la moneda débil sus reservas en monedas fuertes con la liquidez que el propio Banco central les presta, (directa o indirectamente) esperando poder revendérselas, más caras, si la moneda débil, efectivamente, se deprecia, y la especulación resulta un éxito.*

B) **La actuación de los Bancos centrales en los mercados de divisas: operaciones de contado, de plazo y operaciones con instrumentos derivados.**

Una de las cuestiones planteadas durante la crisis del SME y que algunos esperaban que el Informe del G-10 analizase en profundidad era las posibilidades de actuación de los Bancos centrales en situaciones de tensión cambiaria y la eficacia de las intervenciones en los mercados de divisas y del manejo de los tipos de interés para defender los tipos de cambio y estabilizar los mercados. El Informe trata esta cuestión pero, realmente, con poco detalle y sin que puedan extraerse más que conclusiones muy generales.

Quizá convendría analizar con mayor profundidad la eficacia, ventajas e inconvenientes de los diferentes modos de intervención de los Bancos centrales en los mercados de divisas, comparando las intervenciones en el mercado de contado -que es por supuesto la forma tradicional más extendida de intervenir- con las intervenciones en el mercado a plazo (lo que

puede hacerse bien en el mercado forward, bien en los mercados de futuros organizados) o a través de opciones sobre divisas.

1) *Intervenciones outright/forward en el mercado de divisas.*

El efecto sobre los tipos de cambio de contado de las intervenciones en contado y outright en el mercado a plazo son idénticas porque la cobertura que debe realizar el banco comercial con el que ha operado el Banco central que defiende la moneda débil implica necesariamente venta de moneda fuerte contra moneda débil en el mercado de contado, una operación idéntica a la que tendría lugar en el caso de que el Banco central correspondiente interviniese en contado. Donde el efecto de unas y otras intervenciones se diferencian es en el tipo de interés.

Las intervenciones de contado se pueden esterilizar o compensar o no, y si se esterilizan, esto se puede hacer totalmente o parcialmente. Por consiguiente, el grado de esterilización de las intervenciones permite, al menos en teoría, al Banco central que ha vendido la moneda fuerte contra su propia moneda débil, calibrar el impacto en los tipos de interés de la moneda débil.

Una intervención vendedora outright a plazo es, por definición, una intervención esterilizada y esa es, sin duda, la diferencia esencial con las intervenciones de contado.

Dicho lo anterior, ¿cuál es el efecto, por así decir, diferencial respecto a las intervenciones de contado de estas intervenciones outright sobre los tipos de interés de la moneda fuerte y de la moneda débil?

- El banco comercial que ha cerrado la operación outright con el Banco central de que se trate, vende inmediatamente en spot la divisa fuerte contra la divisa débil; esto implica dos cosas: **1)** que este banco tiene que tomar prestada la moneda fuerte que ha vendido y que no tiene; y **2)** que el banco que a él le compra la moneda fuerte tiene que tomar prestada la moneda débil que debe entregar y no tiene. Es decir, hay, en un primer round, tanto una demanda de financiación en la moneda fuerte -con lo cual subirán sus tipos de interés- como una demanda de financiación en la moneda débil, con lo cual también subirán sus tipos de interés.

Pero en un segundo round ocurre que el banco comercial que compró en contado la divisa fuerte tiene que, naturalmente, colocarla, es decir, hay una oferta de financiación en la moneda fuerte; y lo mismo ocurre exactamente, por definición, con el banco que compró la moneda débil, que tiene que colocarla.

Por consiguiente, el efecto de la intervención outright sobre los niveles generales respectivos de tipos de interés de moneda fuerte y moneda débil es, o nulo, o prácticamente imposible de predecir.

Lo que es realmente significativo e interesante es el efecto en el binomio tipos de interés/plazos, es decir, el efecto sobre las curvas de rendimiento. Puede ocurrir que a unos plazos los tipos de interés de la moneda fuerte y débil bajen ambos, o se muevan

en sentidos contrarios, o suban ambos y que a otros plazos ocurra exactamente lo contrario⁽¹⁰⁾.

2) *Intervenciones mediante opciones.*

Otra posibilidad que habrá que tomar en consideración si el mercado llega a desarrollarse es la intervención mediante opciones: el Banco central de la moneda débil vendería opciones de compra de la moneda fuerte. Suponiendo que el marco alemán fuera la moneda fuerte, la operación consistiría en la venta de "calls" de marcos contra la moneda débil.

Por medio de esta operación, el Banco central otorgaría al comprador de la opción el derecho a comprar marcos a cambio de vender la moneda débil, en una fecha futura, a un precio fijado en el momento de la contratación. El comprador de la opción ejercerá ese derecho si con ello obtiene un beneficio, es decir, si la moneda débil está más depreciada en el mercado.

¿Cómo se influye en la cotización de la divisa? Si el Banco central vende la opción a un profesional del mercado de opciones, éste procederá a la cobertura inmediata para dejar el nivel de riesgo de tipo de cambio igual al que tenía antes de la compra de la opción. Dado que tiene cierta probabilidad de adquirir moneda fuerte, deberá vender (en el mercado de contado o en el de plazo) alguna cantidad de moneda fuerte para quedar con el mismo riesgo. La cantidad a vender dependerá del "delta" de la opción (probabilidad de que llegue a ejercerla) que, para aquellas opciones cuyo precio de ejercicio está cercano a la cotización a plazo de la divisa ("at the money"), está en torno al 50% del nominal de la opción. La intervención en el mercado de contado (o de plazo), vendiendo moneda fuerte, la efectúa el comprador de la opción.

¿Qué recibiría el Banco central a cambio de la venta de la opción? Si la opción es "at the money", es decir, el precio de ejercicio está muy cercano al precio a plazo de la divisa, el Banco central recibiría la diferencia entre el tipo al contado y el tipo a plazo, y, además, una prima adicional que depende de la volatilidad de la moneda. A más volatilidad, y por ello más probabilidad de que se ejerza, mayor prima. Es decir, la intervención del Banco central equivaldría a una operación a plazo a un precio mejor, más alto.

Sin embargo, en la práctica éste es un mercado todavía poco desarrollado, y con tendencia a desaparecer en períodos de tensión. El comprador de la opción está dispuesto a pagar una prima adicional al precio de plazo, para no tener la obligación de comprar la moneda fuerte, si en contra de lo que espera, en el momento del vencimiento de la opción la divisa está más barata en el mercado. Si el precio de la prima es relativamente pequeño, preferirá este mercado al de plazo pero, si a causa de las tensiones la

(10) Una operación masiva de venta de una divisa fuerte a un plazo por parte de un Banco central no asegura, en absoluto, que la operación se haga efectivamente en el mercado a ese plazo. Ejemplo: el Banco central vende 1.000 millones de marcos outright a 6 meses a través de un banco comercial; pues bien, aunque el banco comercial cierre con el Banco central la operación a 6 meses, puede ocurrir perfectamente que él financie la operación a 3 meses y se quede "abierto" en este sentido, especulando con la evolución de los tipos de interés a 3 y 6 meses; y puede ocurrir, igualmente, que se haga la operación inicialmente al plazo de seis meses y al día siguiente este plazo se cambie mediante swaps inversos.

probabilidad de que se ejerza la opción es elevada, el vendedor demandará una prima alta, siendo difícil que ambas partes lleguen a un acuerdo, con lo que desaparece el mercado.

C) Cambios en la regulación.

El análisis de la mecánica de la especulación en los mercados de divisas y de la importancia crucial que tienen en esta mecánica las operaciones de préstamo en vía swap parecen sugerir que resultaría de algún interés estudiar la conveniencia de introducir algunos cambios tanto en la Directiva del Consenso de las Comunidades Europeas de 24 de junio de 1988 sobre movimiento de capitales, como en las normas de carácter prudencial que se aplican a la operativa bancaria y, en particular, la Directiva del Consejo de 18 de diciembre de 1989 sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito; además, se plantea, seguramente, la conveniencia de evaluar con mayor profundidad el riesgo asumido a través de la utilización de instrumentos derivados y operaciones de fuera de balance.

1) *Directiva de la CE de 24 de junio de 1988.*

La Directiva 88/361 del Consejo de la CE prohíbe todas las medidas de carácter administrativo (limitaciones cuantitativas, controles previos, verificación, etc.) que puedan impedir o limitar la realización de las transacciones consideradas en la propia Directiva. La cuestión no es, ni mucho menos, tan clara cuando se plantean medidas que, sin introducir ningún control o limitación de tipo administrativo, encarecen la operación de préstamo en vía swap hasta el punto que la "actuación especulativa" debe de ser atractiva mediante, por ejemplo, depósitos sin intereses del tipo de los utilizados por el Banco de España en octubre y noviembre de 1992.

En efecto, una medida que sin limitar ni prohibir de ningún modo una cierta transacción la encarece muy fuertemente no puede ser considerada -o es discutible que pueda serlo- como "medida de efecto equivalente" a los controles de cambio, ni a las restricciones que significan prohibición o limitación. Una medida como la utilizada por el Banco de España en octubre y noviembre de 1992 no es otra cosa que un factor que encarece las operaciones afectadas y como tal, sólo podría afirmarse que impiden su realización si el coste adicional derivado de la misma fuese demostrablemente superior al beneficio esperado en la operación afectada; es decir, sólo puede calificarse como "restricción" en el sentido técnico-legal de la Directiva 88/361/CE, o como "medida de efecto equivalente a la restricción", si el coste adicional fuera superior al beneficio a obtener por los especuladores como resultado de la devaluación de la moneda débil. Pero es evidente que tales beneficios no son cuantificables a priori, pues dependen tanto del porcentaje de la depreciación, como del momento en el cual se efectúe y, en consecuencia, difícilmente puede determinarse si el coste financiero de las medidas adoptadas es superior al beneficio esperado.

Podría afirmarse, además, que desde el punto de vista de los principios que inspiran la Directiva de 1988, no existe diferencia sustancial entre las elevaciones más o menos brutales de los tipos de interés en los mercados monetarios internos al único objeto de proteger un determinado nivel de cotización de un tipo de cambio, política usada en reiteradas ocasiones por muchos países, con la medida de tipo "parafiscal" que estamos considerando y que, en definitiva, significa también una elevación de tipos de interés aunque, eso sí, una elevación que intenta centrar su efecto en una clase determinada de operaciones. Pero es obvio que si nadie, en ningún momento, ha llegado a sostener que

las elevaciones indiscriminadas de tipos de interés supongan restricciones indirectas a la libertad de movimiento de capitales, ni medidas de efecto equivalente, no resulta fácil sostener que las elevaciones de tipos de interés a través de medidas indirectas que tienen exactamente la misma finalidad, sí lo sean⁽¹¹⁾.

Si esta vía de actuación llegara a ser considerada conveniente por una mayoría de países, sería oportuno proceder a una modificación de la Directiva de 24 de junio de 1988 para considerar, expresamente, su exclusión del ámbito de prohibición de la misma, (de igual forma que el artículo 2 de la actual Directiva excluye expresamente de la aplicación de la misma las medidas de regulación de la liquidez bancaria, aunque afecten de modo diferente a residentes y a no residentes).

2) *Normativa prudencial.*

Como se ha visto en el apartado anterior, una de las razones que explican el uso masivo del swap a muy corto plazo como instrumento fundamental de financiación en los mercados de divisas es su bajo coste en términos prudenciales, es decir, su bajo coste en términos de recursos propios. Hay dos vías posibles para reconsiderar esta cuestión:

2.1. *Reconsideración del consumo de recursos propios en la Directiva de la CE de 18.12.89.*

Se trataría de revisar, al alza, naturalmente, el coste en términos de recursos propios de las operaciones swap *de modo permanente*, es decir, no como instrumento ocasional para hacer frente a tensiones cambiarias agudas, sino como elemento permanente de regulación de este mercado.

2.2. *Consideración del riesgo de mercado para las operaciones swap.*

La segunda posibilidad sería endurecer el tratamiento prudencial de las operaciones swap, sin necesidad de modificar el tratamiento actual de la Directiva sobre coeficiente de solvencia, mediante la consideración del riesgo de crédito (fundamentalmente, riesgos de contraparte y liquidación) de las operaciones de fuera de balance, incluidos los swaps.

En una consideración general del problema que estamos estudiando, el primer paso sería endurecer las normas prudenciales sobre todas las operaciones de fuera de balance y, desde luego, sobre la operativa swap; la penalización de los tipos de interés en los préstamos en vía swap sería sólo un recurso excepcional, utilizado como un instrumento más en la política de tipos de interés, política que en las actuales condiciones de libertad cambiaria no puede, o tiene grandes dificultades para hacer distinciones entre mercado externo e interno, o entre swaps externos e internos.

(11) Podría afirmarse que la medida que estamos comentando equivale a un impuesto sobre ciertas operaciones y puede recordarse que el artículo 73 D del Tratado de Maastricht no parece sustentar la tesis de que tal medida implique "control de cambios" o "medidas de efecto equivalente".

Especulador	Consumo de Recursos Propios (en %)			Total
	Por posición abierta en divisas ¹	Por Δ activos en moneda fuerte	Por Δ cuentas de orden	
ENTIDAD DE CREDITO				
<i>Contado</i>				
1. Colocación en depósito	8	1,6 ²		9,6
<i>Plazo</i>				
2. Colocación en swap a 14 días o menos	8	0	0 ³	8
3. Colocación en swap de más de 14 días a 1 año	8	0	0,032 ⁴	8,032
4. Colocación en swap a más de un año y menos de 2.	8	0	0,080 ⁵	8,080
¹ Circular 5/1993.	Norma decimoctava. Punto 2: Posición neta en divisas: 8%			
² Circular 5/1993.	Norma duodécima: Coeficiente de solvencia: 8% Norma decimotercera 1,II, g: Ponderación 20% $100 \times 8\% \times 20\% = 1,6\%$			
³ Circular 5/1993	Norma decimoquinta 2: no se incluyen las operaciones de 14 días o menos.			
⁴ Circular 5/1993:	Norma duodécima: coeficiente de solvencia: 8% Norma decimoquinta 1.a): Contratos sobre tipo de cambio a 1 año o menos: 2% Norma decimoquinta 1.b): Ponderación del Grupo II g de la norma decimotercera, 1: 20% $100 \times 8\% \times 2\% \times 20\% = 0,032\%$			
⁵ Ver nota 4.	Norma decimoquinta 1.a): contratos sobre tipo de cambios de más de 1 año y menos de 2: 5% $100 \times 8\% \times 5\% \times 20\% = 0,080\%$			

FINANCIADOR				Consumo de recursos propios (en %)			
				Por Δ activo ¹	Por Δ cuentas de orden ²	Total	
Entidad de crédito	Con Δ de Activos y Pasivos	1	Activo	Concediendo crédito en moneda débil	1,6	-	1,6
			Pasivo	Obteniendo moneda débil del banco central o del inter-bancario	-	-	
		2	Activo	Entregando moneda débil en swap a cambio de moneda fuerte que se coloca en depósito	1,6	0 0,032 0,080	1,6 1,632
			Pasivo	Obteniendo moneda débil del banco central o del inter-bancario	-	-	1,68
	Sin modificación en el tamaño del balance	3	Activo	Concediendo crédito en moneda débil	1,6		0
			Pasivo	Obteniendo moneda débil en swap entregando la moneda fuerte procedente de cancelar depósitos activos . . .	-1,6	0 0,032 0,080	0,032 0,080
		4	Activo	Entregando moneda débil en swap a cambio de moneda fuerte que se coloca en depósito	1,6	0 0,032 0,080	0
			Pasivo	Obteniendo moneda débil en swap entregando la moneda fuerte procedente de cancelar depósitos activos . . .	-1,6	0 0,032 0,080	0,064 0,0160

1. Se supone que se opera con entidades de crédito españolas, de países miembros de la CE o de pleno derecho de la OCDE (ver nota 2 del Anexo I). Con otras contrapartidas los porcentajes difieren.
2. Dependen del plazo de los swaps: hasta 14 días, 0%; de más de 14 días a 1 año, 0,032%; y de un año a dos años, 0,080% (ver notas 3, 4 y 5 del Anexo I).

LAS OPERACIONES DE ALTO APALANCAMIENTO FINANCIERO EN TIEMPOS DE CRISIS

Entre las transformaciones ocurridas en los últimos años en los mercados financieros que han contribuido a que la crisis cambiaria del último año fuera mucho más fuerte que las anteriores, se encuentran sin duda la eliminación de los controles de cambios, la integración de la gestión de tesorería de empresas multinacionales y las operaciones de ingeniería financiera, pero también las denominadas operaciones de elevado "apalancamiento financiero".

1. Eliminación de los controles de cambios.

Entre 1987 y finales de 1992 desaparecen los controles de cambios en numerosos países europeos: Francia, Italia, España, Portugal, Irlanda... Con la desaparición de estos controles, nada impide que los residentes de un país puedan transformar sus haberes en moneda nacional en moneda extranjera, y si bien el impacto de estas operaciones es pequeño en el caso de las personas físicas, en el caso de las empresas las cantidades pueden ser mucho más importantes, sobre todo si se tiene en cuenta que pueden haber transformado no sólo sus excedentes de tesorería, sino también la liquidez obtenida girando hasta el límite sus líneas de crédito.

2. Integración de la gestión de tesorería.

Las grandes empresas (multinacionales, sociedades de inversión...) que anteriormente tenían departamentos financieros en cada país han concentrado la gestión de tesorería en pocos centros operativos de forma que un sólo centro de decisión maneja volúmenes mucho más importantes. Por otra parte estas instituciones no están sujetas a límites prudenciales por las posiciones abiertas en divisas como sucede con las entidades de crédito.

3. Operaciones de Ingeniería financiera.

La eliminación de los controles de cambios y el proceso de desregulación bancaria han permitido el desarrollo de operaciones, que, sin ser nuevas, ahora son accesibles a un gran número de participantes en los mercados mundiales por su bajo coste y enorme liquidez. Aplicado a la gestión de inversiones, resulta posible considerar independientemente el riesgo de tipo de cambio y el riesgo de tipo de interés.

Un gestor de fondos internacionales puede considerar las siguientes alternativas de inversión clasificadas por los riesgos:

A. Riesgo de tipo de interés y riesgo de tipo de cambio.

Comprar bonos y pagarlos adquiriendo la divisa en la que están denominados los bonos. Tal como señala el informe del grupo de los Diez, esta actividad ha sido muy importante en los últimos años.

Tiene un impacto apreciatorio en la moneda que se compra.

B. Riesgo de tipo de interés sin riesgo de tipo de cambio.

Comprar bonos, financiándolos mediante un swap en el mercado de divisas.

No tiene impacto en el tipo de cambio.

C. *Riesgo de tipo de interés con cobertura parcial del riesgo de tipo de cambio.*

La operación es una combinación de las dos anteriores.

Independientemente de la operación inicial, el nivel de riesgo de tipo de cambio admisible puede variar a lo largo de la vida de la inversión: si se empezó admitiendo el riesgo, lo cual tuvo un impacto apreciatorio sobre la moneda, y después se reduce aumentando la cobertura, ésta tiene un impacto depreciatorio.

D. *Riesgo de tipo de interés con cobertura aproximada del riesgo de tipo de cambio.*

Este tipo de operaciones se han denominado "convergence trades". Por ejemplo: un inversor que tiene dólares compra bonos en España pagándolos con pesetas comprando éstas al contado vendiendo los dólares y cubriéndose sólo del riesgo de fluctuación del dólar frente a "las monedas europeas", por ejemplo comprando a plazo dólares contra marcos. El resultado final es una inversión en bonos en pesetas con el riesgo de tipo de cambio peseta/marco.

Los efectos sobre la moneda en la que están denominados los bonos son los mismos que los del caso A.

E. *Riesgo de tipo de cambio sin riesgo de tipo de interés.*

Comprar una divisa, pagando con la moneda disponible. La divisa comprada puede colocarse día a día pero sí es a más largo plazo, con cobertura del riesgo de tipo de interés vendiendo futuros.

El denominador común de todos estos casos es que existe dinero "real" que se coloca en el activo adquirido.

4. Operaciones de alto apalancamiento.

La mayoría de las operaciones enumeradas en el apartado 3 también pueden hacerse "sin dinero". Los fondos de los que dispone el gestor, no se utilizan en inversiones, sino que se entregan como margen o garantía para obtener financiación cuyo principal es el que tiene impacto en el mercado. El efecto de apalancamiento depende del porcentaje de margen necesario para obtener la financiación, pero si éste oscila entre el 20% y el 0% el apalancamiento se moverá entre 5 veces e infinito.

A. *Riesgo de tipo de interés.*

Comprar bonos en el mercado de futuros, a plazo, o al contado financiándolos en repo.

B. *Riesgo de tipo de cambio.*

Comprar divisa en el mercado de futuros, a plazo, o al contado financiándola en swap.

Estas operaciones son las efectuadas, entre otros, por los "hedge funds" o "commodity funds". Los recursos aportados por los partícipes de los fondos no son los que los han hecho importantes en la crisis del último año, sino la negociación de enormes cantidades de divisas posibilitadas por las escasas garantías, si las había, solicitadas por los bancos para operar con ellos a crédito (una operación a plazo es una operación a crédito).

La noción de "operación de alto apalancamiento" hay que relacionarla con la posibilidad de contratar sin aportar dinero más que con la de una operación con desembolso que suponga beneficios extraordinariamente altos.

Las operaciones con opciones, en las cuales el beneficio posible en relación a la prima pagada puede ser considerablemente alto, estarían incluidas en este grupo.

Sin embargo, estas operaciones no han sido nunca importantes en períodos normales (el 2,3% del mercado de divisas en abril de 1989 y el 5% en abril de 1992), y en tiempos de crisis estas operaciones tienden a desaparecer (ver apartado 6.B.2).

GESTION DE CARTERAS: RIESGO DE TIPO DE CAMBIO Y RIESGO DE TIPO DE INTERES

Los inversores institucionales han internacionalizado fuertemente sus carteras en los últimos años, para obtener una mayor diversificación del riesgo, ganancias de rentabilidad o mejoras en la liquidez.

Por otra parte, los mercados financieros internacionales están lo suficientemente desarrollados como para proveer instrumentos que permitan la gestión separada o disociada de los riesgos de interés o de cambio.

Dado que la evolución de los tipos de cambio y los tipos de interés a largo plazo, aunque relacionados entre sí, no presentan una causalidad unívoca, las situaciones a las que se enfrentan los gestores de carteras son muy variadas, pero a efectos ilustrativos pueden considerarse cuatro situaciones extremas:

- 1º Descenso del rendimiento de la deuda y depreciación de la moneda. Este escenario es típico de una fase declinante del ciclo económico.

En esta situación, el gestor alargará la duración media de la cartera, pero venderá la divisa en el mercado a plazo. Además, mantendrá e, incluso, aumentará las tenencias de papel a largo plazo en esa moneda (si las perspectivas de descenso del rendimiento de la deuda son muy intensas).

- 2º Subida del rendimiento de la deuda y apreciación de la moneda. Este escenario es típico de una fase ascendente del ciclo económico.

En esta situación, el gestor acortará la duración media de la cartera y se mantendrá en la divisa para aprovecharse de la apreciación. En definitiva, sustituirá papel a largo plazo por papel a corto plazo.

- 3º Descenso del rendimiento de la deuda y apreciación de la moneda. Este escenario responde a una forma de ganancia de credibilidad de la política económica del país.

En esta situación el gestor alargará la duración media de la cartera y mantendrá la divisa para aprovecharse de la apreciación.

- 4º Subida del rendimiento de la deuda y depreciación de la moneda. Este escenario responde a una crisis de confianza en la economía del país.

Situado en esta tesitura, el gestor acortará la duración media de la cartera y venderá la divisa a plazo. En último término, es probable que decida desprenderse directamente del papel, ya que su mantenimiento genera pérdidas de dos fuentes: la depreciación de la deuda y del tipo de cambio.

GESTION DE CARTERAS. RIESGO DE TIPO DE CAMBIO Y RIESGO DE TIPO DE INTERES

Las inversiones extranjeras han mantenido un alto nivel de rentabilidad en los últimos años, pero también han experimentado una mayor volatilidad en los rendimientos. Esto se debe a la mayor diversificación del riesgo, generando la rentabilidad a largo plazo.

Por otro lado, los rendimientos de las inversiones extranjeras han experimentado una mayor volatilidad en los últimos años, debido a la mayor diversificación del riesgo, generando la rentabilidad a largo plazo.

Los datos muestran una evolución de los tipos de cambio y los tipos de interés a largo plazo. Las relaciones entre ellos presentan una correlación negativa, las cuales se ven afectadas por cambios de políticas de carteras con muy variadas, pero a grandes rasgos pueden considerarse como una inversión extranjera.

GRAFICO DEL MES

EL GRAFICO DEL MES

LA BRECHA ENTRE OFERTA Y DEMANDA Y LA TENSION INFLACIONISTA

El objeto del gráfico del mes es, en esta ocasión, representar la desigual evolución de la oferta y la demanda nacional a partir de 1985, en relación con el comportamiento de los precios implícitos de ambas variables.

El Informe Anual del Banco de España, recientemente publicado, relativo al comportamiento de la economía española en 1992, presenta y comenta este mismo gráfico, que sólo se diferencia por la incorporación al del Banco de España de los datos de la Contabilidad Trimestral elaborada por el INE, correspondiente al primer trimestre de 1993, y por la incorporación de pequeñas correcciones que el INE ha hecho en los datos trimestrales de 1991 y 1992.

Los rasgos que aparecen representados en el gráfico son los siguientes:

- La ordenada representa el índice de precios implícito en la oferta y la demanda, que resulta de enfrentar los valores de cada trimestre según los precios corrientes y constantes de 1986, tanto de la oferta como de la demanda (deflatores implícitos).
- La abscisa representa los valores en miles de millones de pesetas constantes de 1986 de la oferta y la demanda trimestral. La información básica procede de la Contabilidad Nacional Trimestral que elabora el Instituto Nacional de Estadística (INE). Hay que tener en cuenta que los valores absolutos de la Contabilidad Trimestral han sido corregidos de estacionalidad y por tanto, son comparables entre sí, aun tratándose de trimestres diferentes.

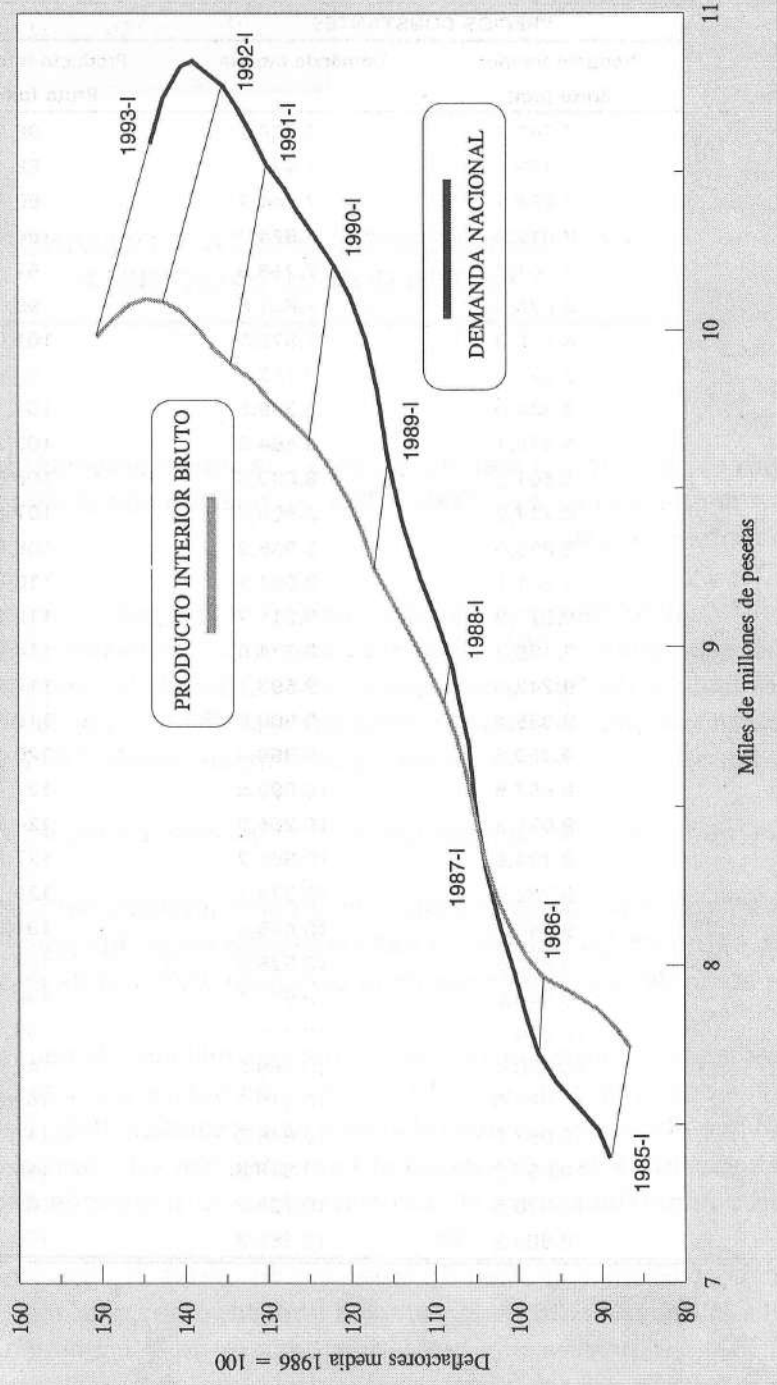
La representación en el gráfico de la evolución de las curvas oferta (PIB) y de la demanda nacional, junto al componente de los precios implícitos de cada una de dichas variables, acaba revelando de forma expresiva, los problemas básicos de la economía española que, a partir de 1988, nos han llevado a la situación recesiva del momento presente.

Una descripción de lo que el gráfico representa podría ser la siguiente:

1ª Cuando la curva de la demanda, representada por la línea de puntos, se sitúa desplazada a la derecha de la de la oferta, representada por el trazo continuo, se está manifestando su mayor dimensión absoluta evaluada en pesetas constantes de 1986. El espacio que queda entre ambas curvas equivale al superávit y/o déficit real del saldo de la balanza de bienes y servicios.

EVOLUCION DEL PIB Y LA DEMANDA NACIONAL

Valores trimestrales miles de millones de pesetas constantes de 1986



EVOLUCION DEL PIB Y LA DEMANDA NACIONAL

		PRECIOS CONSTANTES		DEFLACTORES	
		Producto Interior Bruto (pm)	Demanda Interna	Producto Interior Bruto (pm)	Demanda Interna
1985	I	7.741,4	7.386,2	86,8	89,2
	II	7.799,1	7.472,1	88,4	90,6
	III	7.863,3	7.544,7	90,8	92,9
	IV	7.917,9	7.624,7	94,1	95,6
1986	I	7.961,2	7.716,8	97,1	97,8
	II	8.025,9	7.831,8	99,1	99,2
	III	8.115,3	7.970,5	101,0	100,6
	IV	8.221,5	8.117,6	102,8	102,3
1987	I	8.344,0	8.288,6	104,2	103,9
	II	8.479,1	8.464,3	105,3	105,1
	III	8.607,2	8.690,3	106,3	106,0
	IV	8.717,2	8.806,7	107,5	107,0
1988	I	8.823,0	8.945,3	108,9	108,1
	II	8.931,1	9.084,1	110,8	109,9
	III	9.027,2	9.211,7	112,7	111,8
	IV	9.128,7	9.374,5	114,8	113,8
1989	I	9.242,0	9.593,1	117,2	115,7
	II	9.355,4	9.800,8	118,6	116,9
	III	9.459,3	9.966,4	120,3	118,3
	IV	9.557,5	10.099,9	122,4	120,1
1990	I	9.651,2	10.205,9	124,8	122,2
	II	9.724,5	10.301,7	127,6	124,6
	III	9.782,9	10.374,7	129,9	126,5
	IV	9.843,1	10.448,4	131,8	128,1
1991	I	9.890,9	10.525,3	134,3	130,3
	II	9.943,0	10.618,1	136,4	132,0
	III	10.004,4	10.700,2	138,3	133,7
	IV	10.058,4	10.769,2	140,3	135,4
1992	I	10.091,0	10.810,9	142,5	137,4
	II	10.097,9	10.848,0	144,6	139,1
	III	10.097,2	10.828,8	146,6	140,5
	IV	10.020,6	10.728,2	149,0	142,6
1993	I	9.980,2	10.586,3	150,4	144,1

2ª El gráfico muestra cómo en el tercer trimestre de 1987, la demanda nacional superó a la oferta, lo que supuso pasar de un superávit en el saldo de la balanza exterior de bienes y servicios, a un déficit que siguió expandiéndose ininterrumpidamente hasta el tercer trimestre de 1992, momento a partir del cual comienza a declinar. En el primer trimestre de 1993, el déficit exterior en bienes y servicios se redujo al 80.8% del computado en el segundo trimestre de 1992. Corrección que sería aún más intensa si el INE hubiera dispuesto de los datos de la Balanza de Pagos del primer trimestre que el Banco de España ha publicado con posterioridad a la Contabilidad Trimestral del INE.

3ª El fortísimo crecimiento de la demanda interna hasta el segundo trimestre de 1992, desbordó al también notable crecimiento de la producción. Pero mientras que ésta

desaceleraba su crecimiento desde 1990, la demanda mantenía un fuerte crecimiento, ensanchando la brecha entre producción y demanda, reflejado en el déficit real de la balanza de bienes y servicios, que no se trasladó con igual ímpetu al déficit de la balanza nominal por el efecto positivo de una relación real de intercambio favorable a la balanza de pagos española (mayor crecimiento de los precios de exportación que los de los bienes y servicios importados).

4ª Desde la vertiente de los precios, el efecto favorable de la relación real de intercambio, queda manifiesto en la mayor pendiente relativa de la curva de la oferta frente a la de la demanda. También muestra cómo la ventaja que para la economía española podía proporcionar una peseta fuerte, quedaba anulado por el excesivo crecimiento de la demanda interna, que impedía el ajuste exterior, aunque paliado por la favorable relación real de intercambio.

5ª El cambio de tendencia que registra el gráfico a partir del tercer trimestre de 1992, muestra con claridad los efectos automáticos promovidos por la crisis económica: *a)* Retroceso del crecimiento del PIB y de la demanda, que queda manifiesto en el cambio de sentido de las pendientes de las dos curvas de oferta y de demanda. *b)* Mayor caída desde la vertiente de la demanda que desde la oferta. *c)* Tendencia a una mayor aproximación entre el alza de los precios incorporados a la demanda respecto a los de la oferta, en la medida que la relación real de intercambio, después de las devaluaciones, debe empeorar y *d)* El previsible cierre de la brecha entre oferta y demanda que dará pie a una recuperación del PIB y al ajuste de la balanza de pagos, que se producirá automáticamente si no se introducen acciones de política económica que lo obstaculicen. Si se mantiene con la tendencia del último semestre, es posible que a la altura de 1994 un gráfico similar al comentado podría mostrar el cierre de la brecha, devolviendo a la economía española a una situación de superávit exterior en bienes y servicios, similar a la de los años 1982 a 1986. La superación del déficit de la balanza de bienes y servicios, no implica necesariamente el ajuste de la balanza corriente en la que las rentas de inversión y las transferencias juegan un papel muy importante.

INSTANTANEA ECONOMICA

**INSTANTANEA ECONOMICA
PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA**

Cuadernos de Información Económica Núm. 76/77; Julio-Agosto 1993

AHORRO, INVERSION Y FINANCIACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

(En porcentaje del PIB)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	Variación	
									88/92	85/92
AHORRO NACIONAL BRUTO	20,6	21,6	21,6	22,6	21,9	21,8	21,3	19,4	-3,2	-1,2
- Administraciones Públicas	-1,4	-0,5	1,7	1,8	2,9	2,1	1,3	1,1	-0,7	2,5
- Familias	8,1	8,2	6,1	7,1	5,7	6,9	7,9	6,9	-0,2	-1,2
- Instituciones Financieras	2,0	1,6	2,3	1,9	2,4	2,4	2,2	2,3	0,4	0,3
- Empresas no Financieras	11,9	12,3	11,5	11,8	10,9	10,4	10,2	9,0	-2,8	-2,9
TRANSFERENCIAS NETAS DE CAPITAL	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,6	0,6	0,4	0,6
FORMACION BRUTA DE CAPITAL	19,2	20,0	21,5	23,7	25,1	25,5	25,1	23,3	-0,4	4,1
- Administraciones Públicas	3,5	3,5	3,3	3,7	4,4	5,0	5,1	4,8	1,1	1,3
- Familias	4,5	4,5	4,8	5,4	5,4	5,5	5,2	4,8	-0,6	0,3
- Instituciones Financieras	0,5	0,3	0,5	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,2	0,2
- Empresas no Financieras	10,7	11,7	13,0	14,1	14,6	14,3	14,0	12,9	-1,2	2,2
CAPACIDAD(+) O NECESIDAD(-) DE										
FINANCIACION	1,4	1,7	0,2	-0,9	-2,9	-3,4	-3,2	-3,3	-2,4	-4,7
- Administraciones Públicas	-6,9	-6,0	-3,1	-3,3	-2,8	-3,9	-4,9	-4,4	-1,1	2,5
- Familias	3,7	3,8	1,7	1,8	0,4	1,7	3,0	2,3	0,5	-1,4
- Instituciones Financieras	1,5	1,3	1,8	1,5	1,7	1,6	1,2	1,5	0,0	0,0
- Empresas no Financieras	3,1	2,5	-0,1	-0,9	-2,3	-2,8	-2,5	-2,7	-1,8	-5,8

Fuente: Informe Anual del Banco de España 1992. Cuadro III-1

COMENTARIO:

El deterioro y recesión de la economía española que tuvo lugar en el pasado año que, por el momento, se está prolongando e intensificando en el presente, queda manifiesto en la caída de la inversión explicada en gran medida por la disminución del ahorro nacional bruto. Todo ello a pesar de que la financiación externa de la economía española, manifiesta en el préstamo neto y las transferencias de capital del exterior, hayan mantenido una aportación próxima al 4% del PIB.

El Informe Anual del Banco de España, al cuantificar para 1992 la dimensión relativa del ahorro nacional bruto, (19.4% del PIB), frente a la inversión (formación bruta de capital) (23.3% del PIB), muestra cómo el sector exterior ha financiado el 16.7% de la inversión española en el pasado año, equivalente al 3.99% del PIB. Financiación de la que 0.6 puntos proceden de las transferencias netas de capital (fundamentalmente Fondos Comunitarios), mientras que los 3.3

puntos restantes corresponden al préstamo neto del exterior, reflejado en el déficit corriente de la balanza de pagos.

Ahorro nacional bruto.- El ahorro nacional bruto resulta de restar el consumo nacional de la Renta Nacional Bruta Disponible. Es decir, corresponde a la parte de Renta Nacional Bruta no consumida por los residentes. El consumo queda reflejado contablemente por la agregación del consumo privado y público, estimado en la Contabilidad Nacional. El ahorro nacional bruto ha tenido comportamiento muy desigual en los distintos ciclos de la economía española.

Antes del Plan de Estabilización (1958-1960), el ahorro nacional bruto se estimó en una tasa muy baja, que en 1959 fue sólo del 17.4% del PIB. El Plan de Estabilización promovió una progresiva recuperación de la cuota de ahorro hasta alcanzar su más alto nivel en 1973, en cuyo año, según la Contabilidad Nacional de España, se elevó al 27.9% del PIB. La crisis del petróleo motivó su progresivo e ininterrumpido descenso hasta situarse en el 18.6% del PIB en 1983. En 1984, año en el que se inició la nueva fase expansiva de la economía española, el ahorro nacional bruto supuso el 20.2% del PIB, continuando en una moderada y progresiva expansión hasta alcanzar el 22.6% en 1988. A partir de este año se registró una caída de la cuota de ahorro, hasta descender al 19.4% computado en 1992.

La evolución del ahorro nacional bruto aparece profundamente ligada a las etapas de declive y expansión de la economía española. Aunque la variable que más se ajusta al ciclo económico sea la inversión (formación bruta de capital), es evidente que en la medida que se reduce el ahorro nacional bruto, acaba por resentirse la inversión, ya que la financiación exterior, reflejada en el déficit corriente de la balanza de pagos, tiene una limitación manifiesta ya que, sólo en años muy concretos, se ha aproximado al 4% del PIB, constituyendo como una especie de techo insuperable. En 1992 el déficit corriente de la balanza de pagos fue equivalente al 3.3% del PIB, una vez deducidas las transferencias netas de capital que supusieron el 0.6% del producto interior bruto.

Desde la vertiente institucional, el ahorro privado (empresas y familias), aporta la mayor parte del mismo. En 1985 el 106.7% (ya que las administraciones públicas registraron desahorro equivalente al 1.4% del PIB), en 1988 el 92% y en 1992 el 94.3%.

La aportación de las administraciones públicas al ahorro nacional, comporta tradicionalmente, una cuota muy baja. En 1973 el ahorro público llegó a situarse en el 4.3% del PIB, pero en los años de crisis la cuota de ahorro público fue bajando hasta situarse en el 1.4% negativo en 1985. El ahorro público se recuperó a partir de 1986, hasta situarse en el 2.9% del PIB en 1989, para descender al 1.1% contabilizado en 1992. La caída del ahorro público en los años expansivos de la economía española, fue la consecuencia de la explosión del gasto público corriente, que creció a un ritmo muy elevado a pesar del aumento de los ingresos fiscales.

El ahorro familiar en los últimos veinte años ha mostrado una tendencia decreciente, en la medida que la imposición directa sobre la renta familiar fue creciendo. El nivel más alto de ahorro familiar tuvo lugar en 1974 (11.7% del PIB), para descender intensamente hasta situarse en el 5.7% del PIB en 1988. Se recuperó algo hasta 1991 (7.9% del PIB), para en 1992, en contra de los pronósticos que apuntaban a su mayor dimensión relativa, se redujo al 6.9% del PIB, según los datos del Banco de España reflejados en el cuadro comentado.

La mayor contribución al ahorro nacional bruto viene dada por el excedente bruto de las sociedades y empresas, después del pago de los impuestos y la distribución de dividendos. El ahorro de las empresas no financieras se ha movido desde 1970 entre el 8% del PIB en los años 1976 y 1981/83 (las fases más bajas del ciclo económico) y el 12.3% de 1986. Al acumular el ahorro de las empresas financieras y no financieras, el ahorro empresarial se mantuvo prácticamente constante entre 1985 y 1987 (13.9-13.8% del PIB), para descender significativamente hasta el 11.3% del PIB computado en 1992.

La caída del ahorro empresarial aparece profundamente ligada al declive económico. En la medida que la formación bruta de capital es la variable estratégica de crecimiento económico y su financiación depende básicamente del ahorro empresarial, se llega a la conclusión de que no es posible la recuperación económica si no está apoyada en un nivel adecuado de excedentes empresariales.

Inversión.- La inversión (formación bruta de capital), es la variable estratégica de la economía española, en la medida que su comportamiento enmarca sus etapas recesivas o expansivas.

La formación bruta de capital comprende la inversión en capital fijo y la variación de existencias (materias primas, productos intermedios, en proceso de fabricación y terminados). Entre los años 1970 y 1991, la formación bruta de capital se ha movido en cuotas que oscilan entre el 30.1% del PIB en 1973 hasta el 19.7% de 1984. Entre 1985 y 1990, la formación bruta de capital registró un notable impulso al avanzar desde el 19.2% del PIB en 1985 al 25.5% en 1990. Aumento de 6.3 puntos porcentuales cuya financiación se atribuyó en 1.2 puntos porcentuales al crecimiento del ahorro, 0.3 puntos a las transferencias netas de capital del exterior y los restantes 4.8 puntos a la financiación exterior. En la medida que la aportación exterior alcanzó el nivel detectado en 1990, la expansión de la inversión iba a depender del ahorro nacional bruto y en alguna medida de las transferencias de capital recibidas del exterior.

El descenso de la cuota de ahorro nacional y, especialmente, del ahorro empresarial, ocasionó una caída de la cuota de inversión, que en 1992 se ha reducido al 23.3% del PIB, con pérdida de 2.3 puntos porcentuales, frente a la posición más alta alcanzada en 1990.

La inversión de las administraciones públicas ha crecido desde el 3.3% del PIB computado en 1987, hasta el 5.1% de 1991, para descender ligeramente (4.8% del PIB en 1992). La expansión de la inversión pública, absolutamente necesaria para la mejora del bienestar y la competitividad de la sociedad española, tuvo reflejo en el aumento del déficit público. Pero el descenso de la inversión empresarial se explica básicamente por la caída de su ahorro. La mayor autofinanciación empresarial fue manifiesta entre 1985 y 1988, como queda expresado en la capacidad de financiación de las empresas no financieras, que alcanzaron excedente equivalente al 3.1 y 2.5% del PIB en los años 1985 y 1986. La necesidad de financiación tuvo unos niveles discretos en 1987 y 1988, para aumentar a partir de 1989, años en los que la necesidad de financiación de las empresas no financieras se movió entre el 2.3% del PIB de 1989 y el 2.8% de 1990. Los altos tipos de interés en los últimos años han tenido un claro efecto restrictivo en la inversión empresarial.

La inversión familiar, reflejada básicamente en la vivienda y en menor medida en los bienes de equipo adquiridos por los agricultores y empresarios autónomos, ha sido en su conjunto financiada por el ahorro familiar bruto, quedando un excedente que queda registrado en la capacidad de financiación de los hogares, que entre 1985 y 1992 se ha movido entre el 3.8%

del PIB en 1986 y el 0.4% de 1988, año en el que la inversión de las familias se aproximó a su ahorro bruto. La cuota de inversión de los hogares constituye una constante entre los años 1985 y 1992, más intensa en los últimos años por la mayor inversión en vivienda.

CONCLUSION.

El crecimiento de la presión fiscal no ha tenido ningún efecto sobre el ahorro de las administraciones públicas, pero es bastante posible que lo haya tenido negativamente en el ahorro familiar.

La caída del ahorro nacional bruto ha tenido un efecto claro en la desaceleración de la inversión, todo ello a pesar de que la financiación exterior se haya mantenido o incluso aumentado.

En la medida que la recuperación de la inversión es fundamental para la creación de empleo y su financiación, en condiciones que no dañen el equilibrio económico, sólo es posible a través del ahorro interno, el estímulo del ahorro termina siendo fundamental para la salida de la crisis. Como la mayor cuota de ahorro corresponde a sociedades y empresas y la propensión al ahorro de la renta disponible es superior en las empresas, el estímulo del ahorro en las instituciones financieras y empresas de toda clase, se convierte en una de las condiciones necesarias para la salida de la crisis.

CONCLUSIÓN

LOS LIBROS DEL MES

UNA EXCELENTE SINTESIS DE LA HISTORIA DEL PENSAMIENTO
ECONOMICO.

EL ESTADO Y EL SISTEMA ECONOMICO. INTRODUCCION A LA HISTORIA
DE LA ECONOMIA POLITICA, de Phyllis Deane.- Pedro Tedde de Lorca

EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA. 1993

J. Martí Pellón

NOTICIAS DE LIBROS

UNA EXCELENTE SINTESIS DE LA HISTORIA DEL PENSAMIENTO ECONOMICO

Phyllis Deane, *El Estado y el sistema económico. Introducción a la historia de la economía política*, Crítica, Barcelona, 1993; 217 págs.

Phyllis Deane es una de las figuras más conocidas de la historia económica de Gran Bretaña. La aparición en 1962 de *British Economic Growth, 1688-1959*, escrito conjuntamente con W.A. Cole, representó un punto de inflexión en la historia de la modernización económica a largo plazo, tanto por el enfoque analítico, basado en la moderna teoría del crecimiento, con una particular atención dirigida a las variables macroeconómicas -Renta Nacional, Formación Bruta de Capital, Productos Sectoriales-, como por su rica apoyatura cuantitativa. De ese libro dijo premonitoriamente el *Times Literary Supplement* que, a partir de su publicación, ya nada sería como antes en la historia económica británica. Con B.R. Mitchell, Phyllis Deane recopiló el *Abstract of British Historical Statistics*. En 1965 salió de la imprenta su libro *La primera revolución industrial*, que ha tenido muchas reediciones y que -a pesar de la copiosísima bibliografía sobre la Revolución Industrial inglesa- sigue siendo el texto más consultado y que, probablemente, constituye la reconstrucción histórica de aquel hecho más razonable. Complementariamente a este libro, Phyllis Deane escribió el capítulo referente a la industrialización británica en la difundida *The Fontana Economic History of Europe*.

Sorprende, entonces a primera vista, que la historiadora de Cambridge haya abandonado, siquiera temporalmente, el confortable reducto de su autoridad científica sobre la historia económica de Gran Bretaña en los siglos XVIII y XIX, para pasar a una especialidad diferente, como es la historia del pensamiento económico. Tras la lectura del libro, el observador llega al convencimiento de que la aventura de la Profesora Deane ha merecido la pena.

El Estado y el sistema económico no es, como parece indicar el título, un libro sobre política fiscal o sobre organización estatal de la economía en los diferentes sistemas políticos. Es un excelente manual de historia de la ciencia económica, desde el siglo XVII al XX. Phyllis Deane quiere subrayar que la economía científica ha fundamentado siempre sus propuestas en la misma preocupación: informar de la realidad económica a los gobernantes y responsables de la evolución material de la sociedad. De ahí que el subtítulo del libro mantenga el apelativo anticuado de Economía Política, a pesar de que muchos economistas analíticos actuales protestarían por la adscripción a su profesión de un adjetivo tan contaminante. Sin embargo, afirma Phyllis Deane que, a lo largo de los últimos trescientos años, el desarrollo del conocimiento económico ha estado influido, no sólo por la idea última de modificar la realidad -o la percepción que de la realidad tienen la sociedad y sus conductores-, sino también por un contexto amplio de concepciones éticas, de ideas políticas y de hallazgos y explicaciones producidas en otras ciencias.

En este sentido, el libro es apasionante, ya desde su primer capítulo, cuando pone su autora en relación las proposiciones de Copérnico con la reforma protestante y la aparición de los Estados modernos en un mundo con crecientes relaciones comerciales y monetarias a larga distancia, y también con una progresiva competencia política y militar. No sólo se explica así el surgimiento del mercantilismo como idea o política económica, sino también otras derivaciones

simultáneas como la pretensión de una economía objetiva y próxima a las ciencias naturales -con William Petty- o la formación de ideologías contrapuestas acerca de la naturaleza del poder político. El nacimiento de la ciencia económica no es ajeno, según Phyllis Deane, a la revolución científica del siglo XVII, protagonizada por Francis Bacon, Galileo y Descartes, influyentes, de un modo u otro, en los primeros teóricos de la economía y la filosofía social, como Locke. La autora de *El Estado y el sistema económico* no omite sus conocimientos de historia económica, cuando ilustra la evolución de las ideas económicas con hechos singulares. Así, por ejemplo, cuando relata el debate que se abrió en Gran Bretaña, a finales del siglo XVII, sobre la controversia en la que participaron políticos, como John Houblon -gobernador del Banco de Inglaterra-, pensadores como John Locke o Charles Davenant y científicos con eventuales ocupaciones administrativas, como Isaac Newton, quien dirigiría la Casa de la Moneda en breve plazo.

En el siglo XVIII, la ciencia económica se benefició de los avances científicos en otras disciplinas. Las afirmaciones de Newton sobre el orden y regulación del firmamento y de la tierra, a partir de principios comunes, abrieron la posibilidad, en los filósofos sociales, de encontrar las reglas de un orden similar en la comunidad humana. El método inductivo y experimental newtoniano podía resultar, para dichos filósofos sociales y morales, una clave de progreso en sus conocimientos. Pero, además de la pretensión científica de analizar las cuestiones sociales y morales, por parte de los hombres del Siglo de las Luces, también había cuestiones materiales urgentes por resolver, como el paro, la inflación o la relación entre precios, cantidad de dinero y tipos de interés, y en definitiva, la inversión. No sólo la nación podía ver dañado su progreso o su riqueza por la persistencia de tales problemas: desempleo, pobreza, falta de inversiones; también el orden social quedaba en peligro con tan inquietantes fenómenos, y la amenaza de la revuelta, o incluso de la revolución, aparecía en el horizonte. Este trasfondo de preocupaciones económicas puede observarse en Cantillon y Quesnay. De Adam Smith destaca Phyllis Deane el carácter funcional de su sistema económico, que habría de actuar como auxilio a los políticos, en la medida que éstos llegaran a conocer cómo actuaban realmente las fuerzas que rigen en el orden social.

El hito que representó *La riqueza de las naciones* en el avance científico de la economía no volvería a ser igualado, en cuanto a obra de conjunto y de ambición generalizadora, según Phyllis Deane, hasta la publicación de los *Principios de Economía Política* de John Stuart Mill, en 1848. Entre uno y otro, sin embargo, hubo correcciones analíticas o prolongaciones trascendentales al sistema smithiano, como el *Ensayo sobre la Población*, de T.R. Malthus. También en este caso subraya Phyllis Deane el apremio que los problemas sociales suponían para los gobernantes de la época, en unos años de guerra y de inflación, cuestiones que se sumaban al paro tecnológico y a los bajos salarios. Las famosas Leyes de Pobres, en tal situación, vinieron a representar un alivio para la precariedad en que vivían muchas familias, pero el punto de vista malthusiano era opuesto a estas normas, por creer que, en realidad, estimulaban la pobreza futura, y por tanto la infelicidad, al no ponerse trabas al crecimiento poblacional. Otros problemas acuciantes en la sociedad británica durante la guerra contra Napoleón, y en el período de postguerra, fueron los derivados de la inflación y de la política monetaria. Henry Thornton y David Ricardo llegarían, entonces, a formular principios, acerca del funcionamiento de los bancos emisores en régimen de patrón oro, que tendrían una enorme trascendencia para lo que restaba de siglo. De Ricardo se destaca también en el libro su contribución a la teoría de las rentas, su método deductivista y antihistórico -lo que otorgaba a sus escritos un nivel superior de abstracción-, su concepción de la naturaleza de valor y su teoría del comercio internacional.

De Stuart Mill destaca Phyllis Deane el carácter opuesto a Ricardo de su enfoque económico, en cuanto éste se impregnaba de las corrientes románticas que aparecían en Europa, contrarias

al racionalismo de la Ilustración. Según Deane, Stuart Mill justificaba su liberalismo en términos epistemológicos, filosóficos y políticos. Gracias a su extraordinaria precocidad y a su esmerada formación intelectual, así como a su conocimiento de primera mano de las ideas económicas de su tiempo (empezando por las de su padre, James Mill y continuando por las de Jeremy Bentham), John Stuart se convirtió en el gran sintetizador de la economía científica clásica. A partir de la publicación de los *Principios* de J.S. Mill, se convirtió esta obra en la pieza básica de conocimiento económico, y ella fue el texto en el que Alfred Marshall comenzó su estudio de la economía en la década de 1860. En el mismo año en que aparecieron los *Principios* de Mill se publicó el *Manifiesto Comunista*, de Marx y Engels, que planteaba la evolución histórica de los sistemas económicos y el conflicto de clases como claves de la evolución social. Phyllis Deane destaca de Marx, entre otros rasgos distintivos, la amplitud y profundidad de su sistema, lo que le aproxima, en su opinión, a Adam Smith.

A lo largo del siglo XIX, influencias metodológicas como el positivismo y el evolucionismo tuvieron innegables repercusiones sobre el análisis económico. Así, según Phyllis Deane, el darwinismo sugirió a algunos economistas una nueva estrategia defensiva del liberalismo y la ortodoxia, al destacar la evolución de los más capaces -en el mundo económico, en mercados competitivos- a lo largo del tiempo. El desarrollo de una economía más depurada de principios morales o políticos, más abstracta en sus planteamientos, se impondría con simultaneidad en tres lugares distintos de Europa, a comienzos de la década de 1870, gracias a la obra de tres científicos: L. Walras, W.S. Jevons y K. Menger. La abstracción teórica, la situación del problema del valor como cuestión central y el enfoque microeconómico serían las señas de identidad de la nueva escuela. El progreso de la economía de base matemática encontró la oposición de quienes acusaban a sus defensores de no aproximarse a los problemas reales de la sociedad. En esos momentos, Gran Bretaña estaba en la cima de su progreso, pero los problemas derivados de la creciente competencia industrial por parte de otras sociedades recientemente modernizadas aumentó la expectación entre los expertos en cuestiones económicas. Así surgió una reacción historicista a la escuela marginalista, de carácter similar a la que había nacido en Alemania decenios atrás. La principal contribución de esta rama científica sería, precisamente, la producción de grandes obras históricas como la *Historia de la Economía Política* de J.K. Ingram (la primera recopilación histórica del pensamiento económico) y la *Historia de la agricultura y los precios en Inglaterra*, de Thorold Rogers. Ambas obras aparecieron en los últimos lustros del siglo XIX.

La economía política clásica precisaba de una completa reconstrucción, para atender a la demanda social que requería explicaciones generales sobre el funcionamiento de la economía. Quien llevaría a cabo ese cometido trascendental sería Alfred Marshall, cuyos *Principios de Economía* (1890) se convertirían en el nuevo libro básico de ciencia económica y abriría nuevos horizontes al análisis marginalista. De ese modo, la polémica entre historicistas y neoclásicos se cerraría a favor de estos últimos en los primeros decenios del siglo XX.

Los dos últimos capítulos de *El Estado y el sistema económico* están dedicados a la evolución de la ciencia económica en el mundo inestable comprendido entre las dos guerras mundiales, y al auge y crisis de la política económica de raíz keynesiana, después de 1945, respectivamente. En el primero de estos capítulos, revisa Phyllis Deane el surgimiento de nuevos problemas sociales en Europa: el desquiciamiento del antiguo mapa y también del antiguo orden político, las dificultades monetarias, el envejecimiento estructural de algunas economías, las irreprimibles demandas, por parte de amplias capas de la población, de prestaciones nuevas que el Estado habría de suministrar. Es significativo cómo algunos grandes economistas de aquel tiempo -en concreto, A.C. Pigou, sucesor de Marshall en Cambridge- reconocían que en el siglo XX había nuevas demandas sociales a las que resultaba imprescindible responder. Nacía así la teoría del

Estado del bienestar, expresión reflejada en el título de una de las obras de Pigou, *Wealth and Welfare* (más tarde reeditada como *Economics of Welfare*).

La conmoción del antiguo orden político, económico y social del mundo posterior a 1918 tuvo su correlato en la revisión -en realidad, revolución- de los planteamientos de la economía ortodoxa. Keynes, discípulo de Marshall y Pigou, sería quien, de forma radicalmente creativa, llevaría a cabo este giro científico. Su folleto de 1926 titulado *El fin del laissez-faire* puede considerarse emblemático acerca de los nuevos presupuestos teóricos, desde la incredulidad en el automatismo de los reequilibrios monetarios (de acuerdo con la teoría del dinero generalmente aceptada) a su defensa de la intervención del Estado en las fases depresivas del ciclo económico.

La teoría keynesiana tuvo unas consecuencias prácticas de enorme trascendencia a partir de 1945. Las políticas de reconstrucción, tras la segunda guerra mundial, la presión de los movimientos políticos y sindicales de raíz marxista en Europa occidental, el desenvolvimiento económico de las nuevas naciones surgidas de los antiguos imperios parecían requerir una actuación de los Estados inspirada, precisamente, en los principios keynesianos. Es decir, una actuación pública dirigida a combatir el paro, estimular el crecimiento económico y borrar la pobreza y la desigualdad. Sin embargo, tras veinticinco años de afirmación keynesiana, el paradigma teórico que sustentaba dichas políticas fue puesto en entredicho. Si el cuestionamiento generalizado de la política de raíz keynesiana se dio a partir de la crisis de 1973 y años sucesivos, cuando el mundo sufrió los azotes simultáneos de la inflación y el paro, en realidad hubo antes replanteamientos teóricos. Phyllis Deane nos describe, en el último capítulo de su libro, cómo la tradición ortodoxa experimentó un rebrote lleno de impulso en la década de 1950, con la defensa, por parte de Milton Friedman, de la teoría clásica del dinero, objeto de los heréticos ataques de Keynes en su *Teoría general*.

El libro de Phyllis Deane es de una lectura fácil pero, además, como todos los buenos libros, suscitará varias lecturas a lo largo del tiempo. Se trata de un texto recomendable para una época de vacaciones como la que se avecina, pero resulta también un pequeño acervo de sabiduría que hay que conservar cuidadosamente en las bibliotecas. Ni siquiera algunas erratas, producto de un descuido inexplicable en la traducción al castellano, logran empañar el brillo de esta joya que la Profesora Deane nos ha donado.

Pedro Tedde de Lorca

Martí Pellón, J. (1993): El Capital Riesgo en España. 1993. Informes de Gestión del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial (IMPI), con la colaboración de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), Madrid (174 págs.)

Una vez más, y en esta ocasión con una gran rapidez en el procesamiento de los datos de base, que ha permitido la pronta aparición del libro con los datos elaborados, tenemos la satisfacción de comentar el habitual estudio anual del Profesor de Economía Financiera de la Universidad Complutense, José Martí Pellón, sobre la situación del capital riesgo en España durante el ejercicio de 1992 (a pesar de que el discutible hábito que tiene este Informe de introducir en el título la fecha de publicación induzca a error sobre su fecha de referencia al lector no habituado a su lectura).

No está de más recordar que el capital riesgo es, simultáneamente, una modalidad de inversión para los ahorradores y una modalidad financiera, que permite el nacimiento y desarrollo de pequeñas y medianas empresas innovadoras, que tienen un elevado potencial de crecimiento rentable pero que carecen de la solvencia y las garantías acrecentadas que se les exige para el acceso a otras vías convencionales de financiación, ya sea mediante recursos propios o ajenos.

Los antecedentes del capital riesgo en España se remontan a 1972, con la creación de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA), y su evolución ha pasado por diversas etapas de puesta en marcha y consolidación que tienen una referencia obligada en 1986, fecha en la que aparece la primera legislación específica del sector, y que configura un marco regulador de las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo, que propició, en su momento, la entrada en esta modalidad inversora de entidades privadas, y que ha ido acercando su importancia a la que ostenta en países con niveles de desarrollo en sus sistemas financieros parangonables al nuestro.

La aportación del trabajo que comentamos tiene, en el momento presente, de crisis empresarial y de búsqueda de vías financieras que permitan el acceso al crédito de las PYMES, una especial importancia: tanto por la información que proporciona sobre las características de la financiación mediante capital riesgo, con el análisis de sus elementos componentes y su regulación, como por el riguroso y detallado "estado de la cuestión" que realiza del sector, caracterizando y cuantificando los volúmenes de recursos que se materializan bajo esta forma de inversión en España. La financiación mediante capital riesgo constituye, más si cabe en estos momentos, un instrumento necesario para fomentar la renovación del tejido empresarial, al apostar por gestores eficaces, proyectos innovadores y sectores con tecnologías emergentes; y así parece haberlo entendido recientemente el Gobierno, al incluir el capital riesgo entre las medidas de fomento empresarial contenidas en la Iniciativa Europea de Crecimiento.

El estudio, además, se inserta en una ya larga serie de Informes anuales iniciada por José Martí en 1985, mediante una meritoria y difícil labor de recopilación de datos de las entidades de capital riesgo que operan en España, y que en sus dos últimas ediciones se ha publicado por el Instituto de la Mediana y Pequeña Empresa Industrial (IMPI).

En cuanto a su contenido, el Informe del último año mantiene las importantes mejoras introducidas en el anterior, con el desglose de los recursos captados por tipos y antigüedad de los operadores, por tipos de inversores y por países de procedencia; así como con un prolijo detalle de la composición de la cartera de inversiones, atendiendo a factores tales como la

empresa destinataria, la fase de desarrollo empresarial de la entidad participada y su dimensión, su zona geográfica de operación, el tamaño de la inversión, y los tipos de inversor y de operador.

Todo ello se estructura en una Introducción y seis Capítulos, que se dedican, específicamente, a los aspectos generales del mercado, la oferta de recursos de capital riesgo, la actividad desarrollada, las posibilidades de diversificación de las carteras, y la orientación inversora de los distintos tipos de entidades de capital riesgo. El trabajo se completa, además, con un apartado de Conclusiones y con cinco Anexos, en los que aparecen el habitual Directorio de entidades pertenecientes a la ASCRI, el de las Asociaciones Nacionales de Capital Riesgo, un epígrafe de metodología y terminología del estudio, un formato de plan empresarial que orienta sobre los puntos fundamentales a exponer para solicitar la financiación, y el detalle de las entidades encuestadas.

En cuanto a las principales conclusiones del Informe, que se presentan atendiendo a los Capítulos considerados, digamos, finalmente, que hacen hincapié en los siguientes extremos:

- En relación con los aspectos generales del mercado:

La paulatina consolidación del sector, a pesar de las limitaciones que aún existen en el marco legal y fiscal, en el fomento de las vías para realizar las desinversiones y en la escasez de vocaciones empresariales.

- En relación con la oferta de recursos de capital riesgo:

La nueva incorporación de 24.100 millones de pesetas, aportados en más de un 50% por inversores extranjeros, que ha elevado la cifra total de capitales en gestión hasta los 152.551 millones de pesetas, lo que supone casi un 18% más que en el año anterior.

- En relación con la actividad desarrollada:

La caída, por segundo año consecutivo, del volumen de inversiones de las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo, hasta los 17.008 millones de pesetas, lo que supone una disminución de la inversión en nuestro país del 20%. Junto a ello, la realización de desinversiones por un importe de 19.794 millones de pesetas.

- En relación con las posibilidades de diversificación de las entidades de capital riesgo:

El incremento de las diferencias existentes entre los valores medios de los recursos gestionados por las entidades privadas frente a las públicas, y por las SGFCR frente a las SCR. Asimismo, que un 17'8% de las sociedades gestoras administraba el 58'9% de los capitales del sector.

- En relación con la actividad de los distintos tipos de entidades de capital riesgo:

El acercamiento entre las estrategias inversoras de entidades públicas y privadas; la menor actividad de las SGFCR respecto de las SCR; y la concentración de las inversiones, de ambos tipos de operadores, en empresas de 20 a 99 trabajadores.

Juan Antonio Maroto Acín

NOTICIAS DE LIBROS

La Financiación de las Comunidades Autónomas: una Propuesta de Corresponsabilidad Fiscal.

Natividad Fernández Gómez

Madrid, 1993, Instituto de Estudios Económicos, 385 págs.

La descentralización del Sector Público no sólo tiene un fundamento político, sino que se basa en gran parte en argumentos de tipo económico. La tradicional separación entre gastos e ingresos en la Hacienda Pública hace que la gestión de los gastos pueda realizarse con independencia de la gestión de los ingresos. Así, en el presente, en España, tan solo una parte de los gastos descentralizados son financiados descentralizadamente, haciendo depender los gobiernos subcentrales de las transferencias de la Administración Central. La aproximación de la gestión a los beneficiarios de la actividad financiera pública supone no sólo una reducción de costes sino un mejor conocimiento de las preferencias de gasto de los ciudadanos destinatarios de la provisión pública de bienes y servicios. Sin embargo, la dependencia del gobierno central también debilita la disciplina de gasto de los gobiernos subcentrales. Una forma de controlar el crecimiento del gasto es la autonomía financiera y la corresponsabilidad fiscal. En este libro, se hace un resumen de los fundamentos del federalismo fiscal, se describe la experiencia en otros países, se trata la evolución y estructura del sistema financiero autonómico español, se hace de una propuesta de financiación de las CCAA y se estiman los resultados ante tres situaciones posibles de distribución de competencias. En resumen, es un libro de gran actualidad, bien fundamentado y claramente escrito, que contribuirá a mejorar el debate y a encontrar mejores soluciones al problema de la descentralización del gasto y de los ingresos.

Nuevos Enfoques de Gestión Bancaria.

Aula de Banca. Edición 1992

San Sebastián, 1993, Universidad de Deusto, 331 págs.

En este libro se recogen los textos de las aportaciones de expertos vinculados profesionalmente a la esfera de las entidades financieras, que se dieron cita en la ESTE durante los meses de febrero a junio de 1992, con ocasión del Primer Aula de Banca. En él se recogen artículos de Fernando Moroy, Juan José Goñi, Francisco Bosch, Esteban Gil-Virginia Oregui, Miguel Angel Lorente, Alvaro Cuervo, Luis Javier Bastida, Santos González, Luis Mari Arregui, Alberto Elorriaga, Xavier Alcorta-Juan José Arrieta-Javier Saizar-Jesús Mijanos, Ramón Peironcely, y José Luis Larrea. Los temas tratados son respectivamente: Nuevos esquemas de rentabilidad de clientela, Sistemas de información en la banca, Investigación de mercados financieros, Fondos de inversión, planes de pensiones y E.P.S.V., Arquitectura organizativa de los negocios en banca, Participación industrial de la banca, Reestructuración bancaria de cara al futuro: fusiones y opas, Reforma del mercado hipotecario: participaciones y titulización, Plazas financieras regionales: estrategias de futuro, Calidad de Servicio en las entidades financieras, Estrategias de entidades regionales de cara a 1992, Variables de optimización en el diseño de una cartera, y El sistema

financiero vasco ante la CE. Al difundir en una publicación estas aportaciones se facilita el acceso a una información que de no haber asistido a estos encuentros no se podría obtener, además presenta el interés de la novedad de su temática y será útil a los directivos y profesionales del sector bancario interesados en el perfeccionamiento profesional y en las nuevas formas de definición y gestión de la actividad bancaria.

La Tierra en Juego. Ecología y Conciencia Humana.

Al Gore

Barcelona, 1993, Emecé Editores, 352 págs.

Este libro es la traducción al español de *Earth in the Balance*, la obra que, publicada en 1992 por el senador Al Gore -actual Vicepresidente de EE.UU.-, causó un profundo impacto en la sociedad norteamericana. Al original enfoque de la crisis del medio ambiente desde la óptica de la conciencia humana ("cuanto más profundamente busco en las raíces de la crisis global del medio ambiente, más me convengo de que ésta es,..., la manifestación extrema de una crisis que, a falta de término más idóneo, calificaré de espiritual") el autor une un tratamiento riguroso, bien informado y nada demagógico de los puntos más sensibles del deterioro acelerado del medio ambiente. La obra, dividida en tres partes, con un total de quince capítulos, resulta de fácil lectura, dado el estilo ágil y ameno, sin perder el rigor, del senador Gore, que expone el resultado de muchos años de preocupación e investigación en la materia con un lenguaje y una claridad que recuerdan sus inicios como periodista. Además, no elude alegar a una serie de conclusiones y apuntar vías de solución, lo que despierta aún más nuestro interés si tenemos en cuenta su posición actual y sus aspiraciones (ya explicitadas cuando escribió el libro) a la Presidencia, lo que implica que ha debido calibrar muy bien lo que ha escrito.

La Unión Europea y las Mutaciones del Estado.

Santiago Muñoz Machado

Madrid, 1993, Alianza Editorial, 159 págs.

Este libro trata de explicar las claves de las transformaciones de tipo institucional y los cambios en los principios de ordenación del sistema jurídico y político estatal, que se están produciendo en Europa. El libro contiene varios estudios titulados respectivamente: La unión europea y las mutaciones de las constituciones estatales, La lucha jurídica por la integración europea, La creación de un sistema único de responsabilidad civil aplicable en el espacio europeo, y Los principios generales del procedimiento administrativo. Para el autor las transferencias de poder hacia las instituciones comunitarias están imponiendo un cambio de enormes proporciones en los equilibrios institucionales y en los principios de ordenación de todo el sistema jurídico y político estatal. Las consecuencias son las de una pérdida de autonomía y poder de decisión de los estados, el comienzo de una organización nueva y la aparición de principios, que han sometido a su imperio otras normas internas, incluso algunas que figuraban en las constituciones. En resumen, un libro interesante con un análisis profundo sobre el proceso de transformación política, que se está produciendo en Europa, que introducirá al lector desde una perspectiva diferente en la problemática de la nueva Europa.

