

# CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**ECONOMIA ESPAÑOLA:  
INDECISIONES, RETRASOS  
Y RUMORES**



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



# CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA

**ECONOMIA ESPAÑOLA:  
INDECISIONES, RETRASOS  
Y RUMORES**

CONSEJO DE REGULACIÓN DE MEDIOS DE COMUNICACIÓN

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

## SUMARIO

---

	<u>Pág.</u>
<b>PRESENTACION</b> .....	V
<b>ECONOMIA ESPAÑOLA</b> .....	1
Economía española: indecisiones, retrasos y rumores.- <i>Enrique Fuentes Quintana, Victorio Valle y Julio Alcaide</i> .....	3
El Octágono de la crisis.- <i>José Barea</i> .....	16
La destrucción de empleo no ha tocado fondo.- <i>José de Hevia</i> .....	20
Presupuesto y democracia: la respuesta del gasto público a las expectativas ciudadanas.- <i>Francisco Alvira Martín y José García López</i> .....	28
<b>ECONOMIA INTERNACIONAL</b> .....	37
Perspectivas tras la crisis del SME.- <i>Juan Pérez Campanero</i> .....	39
El informe del FMI sobre las perspectivas de la economía mundial para 1994.- <i>Ricardo Cortes</i> .....	51
<b>SISTEMA FINANCIERO</b> .....	63
Pero, ¿cómo es posible? o por qué ha subido la Bolsa.- <i>Raimundo Ortega</i> .....	65
Los descensos de tipos de interés, el sistema bancario y la economía española.- <i>Analistas Financieros Internacionales</i> .....	77
El sistema comunitario de garantía de depósitos.- <i>José Antonio Antón</i> .....	86
Las entidades financieras y la competitividad.- <i>Juan Antonio Maroto</i> .....	91
Los productos preferidos por los clientes financieros.- <i>José M. Rodríguez Carrasco</i> .....	96
Reducción del coeficiente de caja.- <i>Juan Antonio Maroto</i> .....	100

<b>RESUMEN DE PRENSA</b> .....	103
Introducción .....	105
Resumen de Prensa .....	110
<b>ARTICULO DEL MES</b> .....	169
Mercado interior y moneda única.- Renate Ohr, en <i>Frankfurter Allgemeine Zeitung</i> .....	171
<b>GRAFICO DEL MES</b> .....	179
El crecimiento del consumo interno entre 1984 y 1992·superó al crecimiento del PIB .....	181
<b>INSTANTANEA ECONOMICA</b> .....	185
Evolución del empleo y del paro en el primer semestre de 1993 .....	187
<b>LOS LIBROS DEL MES</b> .....	191
"La empresa. Análisis económico", de Antoni Serra Ramoneda.- <i>José M. Rodríguez Carrasco</i> . . .	193
Noticias de libros .....	195
<b>EL PROFESOR ENRIQUE FUENTES QUINTANA. PREMIO DE ECONOMIA REY JAIME I 1993</b> . . .	199

PRESENTACION

Los datos e información disponibles sobre la economía española muestran, al comienzo del otoño de 1993, un sombrío panorama, muy similar al que, al inicio de sus vacaciones de verano, se dejaban los españoles, entre la esperanza de que el nuevo gobierno surgido de las elecciones generales del pasado seis de junio atinara a ofrecer al país las soluciones necesarias y el temor, ahora confirmado, de la continuidad en el deterioro de la situación económica.

En un marco claramente recesivo de la economía mundial, y particularmente de la europea, la situación económica española se caracteriza por cinco rasgos en la hora presente.

1. La continuidad de la recesión económica con una producción interna que continúa descendiendo, ante la contracción aún más acusada de los elementos clave de la demanda nacional.

2. La inversión privada consolida su tendencia decreciente convertida ya en un mal crónico con raíces profundas en la caída de los excedentes empresariales como consecuencia de las rigideces del sistema económico que elevan inmoderadamente los costes de producción.

3. El resultado de estas tendencias es, obviamente la dramática caída del empleo y el aumento del paro que, en el primer semestre de 1993 se sitúa en el 22 por cien de la población activa según los datos de la EPA.

4. A pesar de ello la inflación española acentúa su diferencial respecto a la Comunidad Europea e intensifica su naturaleza dual, por el crecimiento más intenso de los precios del sector servicios que el de los productos comercializables.

5. El déficit público, fruto de la expansión descontrolada del gasto público, desborda todas las previsiones, en todos los ámbitos -central, autonómico y local- de las administraciones públicas.

La extensión de la actividad presupuestaria ha sido tan intensa en los últimos años que, como muestran los Profesores Alvira y García López en su colaboración en este número de "Cuadernos", mientras que el número de personas cuya renta familiar tiene su origen el sector público (empleados públicos y perceptores de transferencias) era en 1978 aproximadamente la mitad (52 por cien) de los que obtienen su renta en el sector privado, esta proporción se ha elevado de forma que en 1993 los empleados públicos y perceptores de transferencias públicas superan a los que derivan su renta familiar del sector privado (104 por cien).

Una situación difícilmente sostenible.

6. El único dato positivo de este oscuro panorama es la mejora de la balanza comercial que refleja las consecuencias tanto de la debilidad económica interna

*como los efectos de la devaluación de la peseta. Unos efectos cuya continuidad futura están en entredicho, si los positivos resultados iniciales de la devaluación no se complementan con otras medidas de contención de precios y costes.*

*El artículo con que se inicia este número de "Cuadernos" ofrece, bajo el título "Economía española: indecisiones, retrasos y rumores" un repaso de la situación coyuntural, al mismo tiempo que reflexiona sobre las claves de una política económica, necesaria y urgente, que aborde los problemas de fondo de la economía española de forma que la esperada recuperación económica mundial -cuando se produzca- encuentre una economía española más saneada y flexible que pueda aprovechar las ventajas derivadas de un impulso del comercio mundial. Claves que son, por otra parte muy claras: disponer de un diagnóstico coherente, razonado y públicamente expuesto -- saliendo del mundo de rumores e informaciones a medias que hoy domina en el país-, por el Presidente del Gobierno acerca de la situación económica real, sin paliativos ni edulcorantes, que pueda servir, a través de su aceptación por los distintos agentes sociales, de base para un verdadero pacto social que oriente, sin indecisiones ni retrasos, la acción de la política económica precisa, que dé contenido a las cifras presupuestarias -hoy huecas de significación real- y exprese con claridad los costes y sacrificios que las reformas indispensables y urgentes originan.*

*La alternativa a este esfuerzo compartido no es otra que el progresivo deterioro de la situación económica, produciendo el ajuste -inevitable- por la vía dolorosa y socialmente rechazable de un sustancial aumento del paro.*

*Precisamente, los datos de la Encuesta de Población Activa correspondientes al segundo trimestre del presente año, que se analizan y comentan en la colaboración de José de Hevia en este número de "Cuadernos", muestran un aumento del paro, aunque sea moderado, en un trimestre en que históricamente se crea empleo. La previsión para finales de 1993 elevaría la tasa de paro, en el supuesto de que no se adopten medidas que corrijan la situación al 24,3 por cien de la población activa, es decir a la, nada tranquilizante, cifra de 3.726.000 parados.*

#### *El octágono de la crisis económica española.*

*Los factores que determinan la actual situación crítica de la economía española son múltiples y de intensidad variada. El lector que recorra el contenido de ese inicial artículo de Enrique Fuentes Quintana, Victorio Valle y Julio Alcaide encontrará, entre otras cosas, un útil repaso del campo problemático de la presente coyuntura económica. Uno, en particular, se destaca sobre los demás, en opinión unánime, por su intensidad perturbadora: la persistente presencia de un abultado y creciente déficit público.*

*Un experto en la economía del sector público español, el Profesor José Barea, muestra, de forma sencilla e intuitiva, la interrelación existente entre el déficit público y los problemas de la economía española, a través de un análisis secuencial que denomina, con expresión que ha hecho fortuna "El octágono de la crisis", porque son ocho, en su opinión, los aspectos clave de esa interrelación:*

*1. El déficit público se inicia por el comportamiento expansivo del gasto de las administraciones públicas de forma que genera unas necesidades de financiación que no sólo absorben la capacidad financiera de las restantes unidades económicas internas*



*sino obliga al endeudamiento externo.*

*2. Ese comportamiento expansivo de las administraciones públicas ha venido forzando, para reducir las tensiones inflacionistas, a una política monetaria severamente restrictiva.*

*3. La consecuencia de una política monetaria restrictiva ha sido la presencia de unos tipos de interés excepcionalmente elevados.*

*4. Los altos tipos de interés atraen la financiación exterior, lo que permite una financiación cómoda del déficit público.*

*5. La fuerte entrada de capitales extranjeros contribuye a la fuerte apreciación experimentada por la peseta, sin una relación lógica con los fundamentos de la economía.*

*6. La sobrevaloración del tipo de cambio incide muy negativamente sobre la competitividad de las empresas españolas.*

*7. Una pérdida de competitividad que se ha traducido en un fuerte deterioro de la balanza comercial al dificultar las exportaciones y abaratar relativamente las importaciones.*

*8. La reducción de las ventas de las empresas españolas, terminan por reducir la producción, y aumentan el paro.*

*Una situación que a través de la caída del ritmo de aumento que inducen en los ingresos públicos, junto con el aumento de los gastos derivados del subsidio de paro y de los costes por intereses de la deuda pública, se traducen en un acentuamiento del déficit público, iniciando nuevamente el "octágono" vicioso.*

*La corrección del déficit público se convierte así en un aspecto prioritario de la política económica necesaria.*

#### *Las perspectivas de la economía internacional.*

*El hecho de que, por razones obvias, la política económica española se polarice en la corrección de los problemas internos no supone ignorar la importancia de los factores económicos internacionales que han contribuido, con su bajo tono, a la actual recesión española.*

*Estos son, fundamentalmente, dos: la crisis del SME y la tónica recesiva de la economía mundial. Ambos temas se analizan en este número de "Cuadernos de Información Económica".*

*Juan Pérez-Campanero aborda, en su artículo "Perspectivas tras la crisis del SME", el estudio de los antecedentes y los fallos recientes del Sistema Monetario Europeo. Sostiene, en este sentido, que el problema básico es la incompatibilidad entre un sistema de tipos de cambio fijos, la plena libertad de movimientos de capitales y la ausencia de una coordinación estrecha de las políticas económicas de los países*

*miembros del sistema.*

*Las opciones sobre el futuro del SME pueden venir por el mantenimiento del actual estado de cosas, eliminar o reducir la libertad de movimientos de capitales e incrementar el grado de flexibilidad en las relaciones entre los diferentes monedas del Sistema. El autor va rechazando cada una de estas opciones con argumentos sólidos que conducen a la conclusión de que la única vía de mantener el SME en el futuro pasa necesariamente por un aumento intenso en la coordinación de las políticas económicas de los estados miembros.*

*No deja de señalar Pérez-Campanero la curiosa paradoja de que mientras el sistema de tipos de cambio fijos rigurosamente aplicado -que pretendía extender la credibilidad estabilizadora del marco alemán al resto de los países- no estimuló la aplicación de los necesarios ajustes y reformas estructurales en los países con economías menos saneadas, su actual relajamiento parece estar induciendo, contra todo pronóstico, en algunos países, como Italia, a abordar las reformas necesarias.*

*Por su parte, el comentario de Ricardo Cortes, ofrece una síntesis de las perspectivas de la economía mundial, tal como estas se derivan del reciente Informe del Fondo Monetario Internacional que, como es habitual, ha celebrado su Asamblea anual en los últimos días de septiembre.*

*En un marco dominado por el bajo crecimiento mundial, principalmente de los países industriales, el FMI apunta hacia la conveniencia de avanzar en las negociaciones de acuerdos para fomentar el comercio mundial (tal como la Ronda Uruguay), que constituyen un factor básico de crecimiento, y considera, de otra parte que la política económica -que debe estar cada vez más coordinada entre los países y con una orientación a medio plazo- debe centrarse en combatir la inflación, de forma que ésta no distorsione las decisiones económicas, reducir el déficit público y fomentar el ahorro y abordar las necesarias reformas para mejorar la asignación de los recursos y reducir el paro.*

#### La subida de la Bolsa y los tipos de interés

*Los temas financieros se inician en este número de "Cuadernos" interrogándose por las razones de la subida espectacular de las bolsas españolas en los últimos meses.*

*Este tono alcista de la Bolsa desde principios de 1993, que alcanzó su punto culminante en el mes de agosto, frente a la situación recesiva y con graves desequilibrios en la economía real, constituye el punto de partida del análisis que realiza en su artículo Raimundo Ortega.*

*La tesis que el autor defiende es que el mercado ha valorado no tanto la situación real de la economía cuanto sus perspectivas. Los analistas bursátiles -con mayor optimismo que los analistas macroeconómicos- han apostado de una parte por una recuperación de la situación económica y una menor inflación en 1994 y, de otra, por la existencia de futuras reducciones de tipos de interés en un marco de mayor flexibilidad de los tipos de cambio.*

*Esta posición ha inclinado a los inversores financieros a una intensa actividad*

*bursátil que se ha traducido tanto en la elevación de los precios de los activos como en el sustancial aumento del volumen de contratación, descontando ese mejor escenario futuro de la economía que los analistas bursátiles han venido transmitiendo.*

*Ha sido más esa perspectiva de continuada reducción de los tipos de interés que la situación real de las empresas -apreciada a partir de sus datos contables- lo que ha inducido la subida bursátil. El problema es que la continuidad de este proceso depende crucialmente de que, en efecto, la política económica española sea capaz de adoptar las medidas necesarias para hacer buenas las optimistas previsiones de los analistas bursátiles. Algo de lo que los economistas, a la vista de la negociación del Pacto por el Empleo, del comportamiento presupuestario y de los retrasos en la adopción de las necesarias reformas estructurales no están muy seguros.*

*Precisamente el tema de las expectativas a medio plazo sobre los tipos de interés, nutre en esta ocasión, la habitual colaboración de Analistas Financieros Internacionales.*

*Su previsión es favorable hacia nuevos y significativos descensos en los tipos de interés oficiales aunque su transmisión por el sistema bancario hacia la clientela puede estar atravesando -y continuará haciéndolo- un período de cierta confusión.*

*Hay razones de fundamento que AFI repasa, para confiar en una reducción de los tipos de interés en el futuro: el mayor equilibrio que cabe esperar en la combinación de políticas económicas, con una actuación presupuestaria restrictiva y una política de moderación de rentas, que podría permitir una actuación monetaria menos rigurosa que en el pasado con menores efectos al alza sobre los tipos de interés, lo que fundamentaría el crecimiento futuro de la economía sobre la inversión y el comercio exterior en lugar de hacerlo, como en el pasado reciente, sobre el consumo.*

*Pero también destaca AFI las cautelas necesarias sobre la capacidad real de los agentes sociales y de la política económica para generar esa recuperación sólida no inflacionista necesaria para la economía española. De hecho, el diferencial que aún existe en los tipos de interés españoles respecto a los de la lira y el marco, demuestran que el mercado no ha descartado plenamente la posibilidad de una solución ortodoxa del pacto social en proceso de negociación.*

#### Cuatro temas relativos al Sistema Financiero

*Otros cuatro temas completan la información contenida en este número, sobre el sistema financiero.*

*\* José A. Antón ofrece en su nota un primer comentario sobre el Proyecto de Directiva Comunitaria sobre el sistema de garantía de depósitos.*

*El proyecto contiene aspectos polémicos, que se analizan en la referida nota, entre los que cabría destacar dos.*

*En primer lugar, no contempla los aspectos relativos a la forma de financiación de los sistemas de garantía, lo que hace nacer la duda de hasta qué punto los modelos -como el español- que combinan la aportación de las propias entidades con*

*aportaciones públicas, estarán en contradicción con la prohibición de ayudas públicas a las entidades financieras contenida en el Tratado de la Unión Europea.*

*En segundo lugar, la adopción por el proyecto de directiva del criterio de país de origen, unida al principio de licencia única podría generar una competencia ilícita al permitir que instituciones autorizadas en países con sistemas de elevada garantía de depósitos puedan mantener su sistema en otros países comunitarios con garantías menos amplias, distorsionando claramente la competencia.*

*\* Entre los días 6 y 10 de septiembre, la Federación Vasco Navarra de Cajas de Ahorros, en colaboración con la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, organizó un curso sobre "Las entidades financieras y la competitividad", en el marco académico de los cursos de verano de la Universidad del País Vasco en San Sebastián. La nota del Profesor Maroto contiene una crónica de los objetivos y desarrollo del citado curso que ha contado con la asistencia de más de 130 alumnos y en el que han participado un destacado núcleo de expertos, como ponentes y comunicantes en las diversas mesas redondas celebradas.*

*\* Un informe de la revista, The Banker, sobre los productos financieros preferidos por los clientes en 13 entidades financieras de 5 países distintos, da pie a un comentario de José M. Rodríguez Carrasco.*

*Los hechos más significativos que se deducen del citado informe son muy elocuentes: el 55 por cien de los productos bancarios no se utilizan, la tercera parte de las familias europeas solo usan un producto financiero. Hechos que contrastan con la profusión de productos y servicios ofrecidos por las instituciones (29 como promedio en las analizadas en el Informe); por ello, alerta sobre la limitada utilidad para las instituciones financieras de entrar en una carrera de innovaciones que no parecen responder a las necesidades de la mayor parte de su clientela. Por el contrario, la experiencia aconseja el camino de la especialización definiendo el segmento de clientela en la que debe centrar su esfuerzo comercial.*

*\* Finalmente, se da cuenta de la reducción en un punto del coeficiente de caja de las entidades crediticias acordado por el Banco de España el pasado día 20 de septiembre. Un camino obligado si se intenta nivelar el "terreno de juego" en el que han de operar las entidades de crédito españolas, compitiendo con instituciones de otros países comunitarios con menores exigencias en sus coeficientes de caja. Es de esperar que la rebaja, al minorar aunque sea marginalmente el coste de la financiación de las entidades crediticias contribuya a la reducción de los tipos de interés efectivos cobrados por las instituciones financieras a su clientela.*

#### Mercado interior y moneda única.

*El resumen de la información económica en la prensa internacional gira, en este número de "Cuadernos", dentro de su variado contenido habitual, en torno a tres temas con especial peso específico al inicio de este otoño de 1993: la crisis del Sistema Monetario Europeo, la evolución de la actual tónica recesiva de la economía mundial, y el estado de las negociaciones comerciales multilaterales.*

*Como artículo del mes se ha seleccionado un trabajo de Renate Ohr, aparecido*

en "Frankfurter Allgemeine Zeitung" sobre "Mercado interior y moneda única". El artículo defiende el perfeccionamiento del Mercado Interior como objetivo prioritario de la Comunidad Europea y expresa la provocativa hipótesis de que mientras no se alcance la Unión Política, la Unión Monetaria genera inestabilidades que dificultan la obtención de todas las ventajas potenciales del proceso de integración, ya que existen importantes divergencias entre los países y los mecanismos de solidaridad no funcionan -precisamente porque la Unión Política aún no se ha logrado- con la fuerza que sería necesaria para colaborar a la convergencia de los diferentes países.

Otros contenidos del presente número de "Cuadernos"

El Gráfico del mes analiza la relación entre la evolución del consumo nacional y el PIB, a precios constantes, desde 1985 al primer trimestre de 1993.

El gráfico muestra el distanciamiento creciente, desde 1985, entre producción y consumo, destacando el hecho de que la economía española ha estado consumiendo pública y privadamente por encima de sus posibilidades reales, causando una lógica caída del ahorro que ha limitado la inversión, y del crecimiento económico, conduciendo a tasas crecientes de paro.

La Instantánea económica ofrece información sobre la evolución del empleo y el paro en el primer semestre de 1993, respecto a igual período de 1992, por comunidades autónomas, según los datos de la EPA y los del paro registrado en las opciones de empleo del INEM.

Aunque el aumento del paro es general en todas las comunidades autónomas, Madrid, Cataluña, Aragón y la Comunidad Valenciana registraron crecimientos superiores a la media. Por el contrario, el menor aumento relativo del paro se ha generado en Canarias, Galicia, Castilla y León, y Extremadura.

El Libro del mes, que, junto con las noticias de libros, trata de suministrar información bibliográfica reciente a los lectores, se ocupa en este número de la obra de Antoni Serra Ramoneda "La Empresa. Análisis Económico", en la que el autor explica las nuevas orientaciones de la economía de la empresa, buscando un sugestivo puente entre los estudios tradicionales de administración de empresas y los principios vigentes del análisis económico. Es una obra escrita con rigor y amenidad, con un destino esencialmente universitario que introduce al lector en la moderna concepción de la economía de la empresa.

Este número de "Cuadernos de Información Económica" se cierra, dando cuenta a los lectores de la concesión del Premio de Economía Rey Jaime I, otorgado en su convocatoria de 1993, por designación unánime del jurado, al Profesor Enrique Fuentes Quintana.



# **ECONOMIA ESPAÑOLA**

---





## ECONOMIA ESPAÑOLA: INDECISIONES, RETRASOS Y RUMORES

---

*Enrique Fuentes Quintana, Victorio Valle y Julio Alcaide*

A la vuelta del verano, la sociedad española se ha encontrado un panorama económico muy parecido al que dejó en el mes de julio. Los hechos denuncian, con una tozudez que desmiente al voluntarismo de algunas manifestaciones políticas, la continuidad de una situación recesiva que se arrastra desde hace un año y frente a la cual, lejos de proceder a su interpretación correcta y a formulación del necesario cuadro de medidas para atajarla, la Política Económica sólo viene aportando, desde las elecciones generales del pasado seis de junio, *indecisiones, retrasos y rumores*.

Indecisiones sobre el reconocimiento responsable de la situación que conduzca a la formulación de un diagnóstico solvente y compartido sobre ella, e indecisiones a la hora de adoptar con valentía y diligencia las medidas necesarias para su superación. Medidas, por otra parte, sabidas y reiteradamente expuestas por quienes con independencia de juicio y espíritu crítico se han venido acercando en los últimos años al análisis de la realidad económica española.

Indecisiones que se traducen en retrasos en la adopción de soluciones que deberían haberse puesto en práctica hace al menos un año, que han acentuado y prolongando sin beneficio para nadie, hasta el otoño de 1993 los males y problemas que la economía española venía padeciendo.

A falta de un reconocimiento serio de la situación que hubiera conducido a un cuadro de política económica coherente, asumido por la máxima autoridad del gobierno y expuesto a la sociedad con convicción y en el pleno ejercicio de la capacidad de liderazgo que tan importante tema reclama ¿qué han encontrado los españoles a la vuelta del verano? Dos cosas: Una situación económica deteriorada y a la deriva y un mar inmenso de rumores derivados del secretismo con que se ha conducido la negociación de unos pretendidos "pactos para el empleo" respecto a los que, ante la ausencia de información, la sociedad española desconoce qué es lo que el gobierno y las fuerzas sociales pretenden pactar y para qué, privándola del ejercicio de su legítimo derecho a conocer los términos precisos del debate económico nacional. A cambio de ello todo son *rumores*: "parece" que la posición gubernamental frente al pacto se concreta en unos documentos no publicados que nadie dice conocer con detalle; se rumoreó primero que se pretendía una congelación salarial para varios años, después que se reducirían las prestaciones por desempleo y que las pensiones iban a ver reducida su capacidad adquisitiva. Y, todo ello, salpicado con la historia interminable de una paralela negociación sobre la cesión del 15 por cien del IRPF a las Comunidades Autónomas, cuyos términos precisos aún nadie ha explicado al país.

Rumores sobre rumores -que ni siquiera la reciente aprobación del Proyecto de Presupuesto por su falta de credibilidad contribuye a diluir- que solo sirven, como la experiencia demuestra para acentuar el clima de incertidumbre que vive la economía española y ayudan poco a crear una conciencia colectiva sobre el necesario esfuerzo y la actitud requerida para superar los condicionamientos de la crisis económica actual.

**El otoño de la economía española: Un breve parte coyuntural.**

Como se ha afirmado con reiteración, la situación crítica de la economía española tiene dos raíces. De una parte la difícil situación de la economía *internacional* y, de otra, la pervivencia de los problemas *internos*.

***La tónica recesiva de la economía mundial.***

Existe la convicción de que el inicio de la recuperación económica española ha de venir del impulso de la economía internacional por la vía del estímulo de las exportaciones. Una premisa que obviamente sólo tomaría efectividad en el supuesto de que ese esperado estímulo internacional, cuando se produzca, encontrara a la economía española con el suficiente grado de flexibilidad y saneamiento interno como para permitir, sobre la base de una competitividad ganada -con el necesario esfuerzo de contención de precios y costes- en un marco de tipo de cambio realista- aprovechar las posibilidades del presumible aumento de las corrientes comerciales exteriores.

Desafortunadamente la información disponible sobre el curso reciente de la economía internacional no apunta hacia una recuperación significativa que pueda servir de base al crecimiento económico y a la generación de empleo en España.

*Estados Unidos* continúa su ciclo de recuperación lento (se estima para 1993 un crecimiento del PIB del 2,6 por cien frente al 2,1 de 1992) y esencialmente proyectado hacia el interior que le priva del carácter de impulsor del crecimiento económico internacional, y particularmente europeo, que en otras ocasiones han tenido las fases ascendentes del ciclo económico americano.

La economía *japonesa* tampoco presenta síntomas de fortaleza en su incipiente recuperación (se duda si en 1993 en su conjunto el PIB crecerá o disminuirá aunque, en cualquier caso si el crecimiento positivo se registra la evolución de la producción respecto a 1992 sólo serán décimas) pese a la utilización de una política fiscal activa que demuestra hasta qué punto la crisis japonesa tiene unas raíces financieras profundas que requiere medidas de saneamiento estructural que la hace insensible a las políticas económicas expansivas tradicionales.

Por su parte la economía de la *Comunidad Europea* se encuentra, en su conjunto, en clara recesión (la evolución del PIB en el conjunto de 1993 será negativa a una tasa entre el 0,2 y el 0,4 por cien), especialmente por el peso fuertemente recesivo de la economía alemana que continúa afrontando los problemas derivados de la reunificación con un cúmulo de dificultades bien conocidas que han contribuido -y no en escasa medida- a la crisis actual del SME.

La recuperación leve y aún poco consolidada de las economías de Gran Bretaña e Irlanda, no es suficiente para contrarrestar la evolución negativa del crecimiento económico en el resto de los países comunitarios.

Ante este panorama, no es sorprendente que las recientes estimaciones del FMI hayan corregido a la baja las previsiones de crecimiento del PIB alejando en el tiempo el horizonte de una recuperación económica global.

Si la mejora de la situación económica española no cabe esperarla desde fuera, parece lógico preguntarse por los problemas internos que dificultan el crecimiento económico y que requieren actuaciones urgentes.

***Cinco rasgos básicos de la actual coyuntura económica española.***

***1º La continuidad de la recesión económica.***

El conjunto de indicadores coyunturales del primer semestre muestran un claro deterioro de la producción interna y más acusado aún de la demanda nacional.

La evolución conjunta de los indicadores de coyuntura apuntan hacia un descenso del PIB en el primer semestre de 1993 que puede estimarse en una tasa del orden del uno por cien, en relación al primer semestre de 1992, tasa que se aproximará al -2.5% por lo que se refiere a la demanda nacional.

Desde el lado de la producción, el sector agropesquero ha registrado crecimiento en cereales, girasol, carne y pesca desembarcada, y descenso en leguminosas, frutas, hortalizas, vino y huevos. Lo que en conjunto supondrá algún crecimiento positivo de la producción final agraria.

El sector industrial es el principal protagonista de la actual crisis económica. La pérdida en el primer semestre del diez por cien del empleo es el dato más expresivo del doloroso ajuste del sector que con una demanda deprimida, tuvo que competir en condiciones desiguales a causa del mayor crecimiento de sus costes de producción frente a los de sus competidores. El Índice de Producción Industrial (IPI) del primer semestre ha registrado un descenso del 6.1% frente a igual semestre de 1992. La producción de bienes de consumo bajó el 7%, la de bienes de equipo el 6.1% y la de bienes intermedios el 5.4%. La demanda de electricidad, considerada como un buen indicador de la actividad industrial, registró en el período enero-julio descenso del 2.7%, frente a crecimiento del 1.5% en igual período de 1992.

El *sector servicios* mostró en el semestre, caída del 1.8% en el nivel de empleo, dato que apunta a un crecimiento cero del conjunto del sector aunque con un comportamiento muy diversificado dada la tradicional heterogeneidad de las diferentes actividades que agrupa. El índice de actividad del transporte descendió el 9.5% en el primer trimestre y el consumo de gasóleo de automoción, el 11.5%. El tráfico aéreo interior el 8.7%, el servicio telefónico (pasos registrados) el 3.8% (primer semestre). Solamente el turismo exterior registró un crecimiento del 2.6% en el período enero-julio, y el de pernoctaciones en hoteles en el período enero-mayo del 3.5%. El turismo interior puede haber disminuido respecto a 1992, según se desprende del 2.9% decreciente en las pernoctaciones de residentes en España. Finalmente el descenso de las ventas en grandes superficies comerciales supone caída de la actividad comercial.

Desde la vertiente de la demanda, el consumo privado registró algún descenso. Las ventas en grandes superficies comerciales disminuyeron el 9.6% en el primer semestre. La encuesta continua de presupuestos familiares muestra un descenso del 0.7% respecto al primer semestre de 1992. La importación de bienes de consumo disminuyó el 10.7% (precios constantes). La matriculación de automóviles cayó el 26% en el período enero-agosto.

El consumo público estimado por la Contabilidad Trimestral aumentó el 1% en el primer trimestre, tasa que puede haberse repetido en el segundo trimestre.

Sin embargo, desde esta perspectiva de la demanda, el factor más significativo ha sido la intensa caída de la inversión que constituye el segundo rasgo básico que caracteriza la actual coyuntura económica española a la que posteriormente se hará referencia.

Tal vez el único aspecto positivo en el oscuro panorama económico español es la evolución de la balanza comercial que se ha venido a constituir en el único factor de sostenimiento de la producción interna.

En efecto, la balanza comercial del primer semestre, según la estadística de Aduanas, ha registrado, en pesetas corrientes, un aumento exportador del 17,6% y un descenso de las importaciones del 2,6%, lo que supone una reducción del déficit comercial en 718.775 millones de pesetas, equivalente al 37,5% del déficit comercial computado en el primer semestre de 1992. Al incorporar los datos del mes de julio, no sólo se mantiene esta tendencia sino que registra aún un mayor crecimiento exportador (18,3% el acumulado enero-julio) y mayor descenso importador (-3%), con lo que el saldo comercial acumulado de enero-julio se reduce en el 38,9%.

El Banco de España ha estimado la balanza de pagos del primer semestre. Las importaciones (FOB) descendieron el 3,2%, algo más que la estimación (CIF) de Aduanas. Las exportaciones crecieron el 17%, por lo que el déficit comercial se redujo en el 43,8%, diferencia con Aduanas atribuible fundamentalmente a la valoración FOB de la Balanza de Pagos.

Se mida como se mida hay indudablemente una mejora en la balanza comercial española que tiene en su base, de una parte, la debilidad de la economía interna y, de otra, la devaluación experimentada por la peseta. Este segundo fenómeno que ha venido a reponer la competitividad perdida por la economía española en el período precedente tiene, sin embargo, unos *efectos temporales limitados* que amenazan el futuro comercial español si no se establecen las bases de moderación en el crecimiento de precios y costes que den estabilidad a las tendencias actuales.

La balanza por cuenta corriente del primer semestre redujo su déficit en 879.500 millones de pesetas, el 65,2% del computado un año antes. A la mejora de la balanza de pagos por cuenta corriente ha contribuido fundamentalmente la balanza comercial con 734.000 millones de pesetas y la balanza de servicios con 78.400. Pero tanto la balanza de rentas como la de transferencias, han tenido una aportación negativa de 294.900 y 49.000 millones de pesetas, atribuido fundamentalmente a los intereses de la deuda pública en manos de no residentes y a las menores transferencias públicas recibidas de los Fondos Comunitarios.

El menor saldo de la balanza de capitales causado por la salida de capitales españoles al exterior, ha hecho disminuir las reservas centrales en 539.900 millones de pesetas.

La ganancia que se desprende de la mejora de la balanza comercial y, con menor intensidad, en la balanza de servicios, resulta enturbiada por la salida de capitales españoles al exterior y a la considerable factura de los intereses de la deuda pública

## *2º La crisis crónica de la inversión.*

La Contabilidad Nacional del primer trimestre de 1993 registra descenso de la formación bruta de capital fijo del 8,9% en relación al primer trimestre de 1992 (-13,3% en bienes de equipo y -6% en construcción).

Los indicadores disponibles sobre la evolución de la inversión, correspondiente al primer semestre, en relación a igual período de 1992, ofrece unos resultados mucho más negativos:

**TASAS DE VARIACION DE LOS INDICADORES DE INVERSION  
PRIMER SEMESTRE DE 1992 Y 1993**

	% VARIACION SOBRE EL PRIMER SEMESTRE DEL AÑO ANTERIOR	
	<u>1992</u>	<u>1993</u>
INVERSION TOTAL APARENTE (BBV)	-3.8	-15.8
INVERSION EN BIENES DE EQUIPO (BBV)	1.2	-22.6
Fabricación bienes de equipo (IPI)	-2.3	-8.2
Importación bienes de equipo (volumen)	2.8	-22.6
Exportación bienes de equipo (volumen)	8.5	22.0
Matriculación vehículos de carga	4.2	-35.5
Tractores agrícolas	-21.0	-21.2
INVERSION EN CONSTRUCCION	-5.7	-8.0
Consumo de cemento	-4.6	-13.7
Viviendas iniciadas (I TRIM)	-3.1	-11.6
Viviendas terminadas (I TRIM)	-21.7	-11.5
Empleo en construcción (EPA)	-4.3	-8.3
Licitación oficial (SEOPAN)	-47.9	77.4

Según los indicadores disponibles, el desplome de la inversión real en el primer semestre ha sido muy intensa. Mayor caída en la inversión en bienes de equipo (-22.6% frente al primer semestre de 1992 que había registrado un crecimiento del 1.2%) que en construcción (-8% que ya en el primer semestre de 1992 había registrado un descenso del 5.7%).

La caída de la inversión en equipo está confirmada por la disminución del Índice de Producción Industrial de bienes de equipo (-8.2%), que traducido a disponibilidades reales queda aminorado significativamente por el aumento de la exportación de estos bienes (22%). La caída en la importación de bienes de equipo, a precios constantes, se ha estimado en el -22.6%, una vez deflactada la importación en pesetas corrientes, estimada por Aduanas. El descenso en la matriculación de vehículos de carga (-35.5%) y de tractores agrícolas (-21.2%), viene a confirmar la considerable caída de la inversión en bienes de equipo y material de transporte.

El sector de la construcción registra un descenso menos intenso. El índice aparente de inversión en construcción señala caída del 8%, concordante con la disminución del consumo de

cemento (-13.7%), el empleo en construcción (-8.3%) y del sector de la vivienda (-11.5% en el primer trimestre).

La mejora de la licitación pública que aumentó el 77.4% en pesetas constantes, respecto al primer semestre de 1992, abre una puerta de esperanza a la recuperación del sector de la construcción, siempre que se cuente con la adecuada financiación de las nuevas obras licitadas.

La recuperación de la inversión productiva es una condición fundamental para la salida de la crisis. La exportación y la inversión productiva son los motores que deben forzar el crecimiento económico y la creación de empleo. La inversión requiere una mejora de las expectativas empresariales, basada en la recuperación de la competitividad y de la demanda nacional y exterior.

### 3º *La caída del empleo y el dramático aumento del paro.*

La caída del empleo es, sin duda, el aspecto más negativo de la etapa recesiva que vive la economía española desde el tercer trimestre de 1992.

El cuadro siguiente ofrece los datos más significativos sobre la evolución del empleo y del paro en el primer semestre de 1993, en comparación con igual período de 1992.

#### % VARIACION DEL EMPLEO Y DEL PARO

	PRIMER SEMESTRE	
	1992	1993
Población activa	0.7	0.7
Población ocupada	-1.2	-4.6
. Agricultura y Pesca	-8.4	-5.0
. Industria	-1.3	-10.1
. Construcción	-4.3	-8.3
. Servicios	0.9	-1.8
Población asalariada	-2.5	-4.6
Contrato temporal	2.6	-9.2
Parados (EPA)	10.6	25.9
Tasa de paro (EPA)	17.6	22.0
Parados (INEM)	-1.2	9.1
Tasa de paro (INEM)	15.2	16.4
Afiliación a la Seguridad Social	-0.1	-3.8

La caída del empleo en el primer semestre de este año resulta evidente, tanto si se toman los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) (-4.6%) como la afiliación a la seguridad social (-3.8%). El crecimiento del paro queda reflejado en los datos de la EPA y en el registro de las Oficinas de Empleo (INEM), aunque los primeros, los de la Encuesta de Población Activa, cuyos datos basados en la declaración personal de los encuestados presenta siempre un perfil que exagera la realidad.

De todos los datos relacionados con el empleo, el más significativo y, sin duda el más grave, es el descenso del 10% en el empleo del sector industrial, lo que supone la pérdida en un año de 302.400 empleos en el conjunto de la industria y de 301.600 en el sector manufacturero, que refleja el deterioro del tejido industrial español, incapaz de resistir la competencia exterior, con unos costes más crecientes que los de sus competidores, que le desplazan del mercado exterior y del propio mercado nacional. La posición sindical de propiciar incrementos salariales por encima del crecimiento del IPC y al margen de la productividad y de la situación real de los sectores y empresas industriales, ha llevado a la destrucción del tejido industrial que resulta manifiesto con la caída del índice de producción y del empleo sectorial. La salida de la crisis requiere recomponer la competitividad industrial, lo que obviamente exige consolidar la ganancia derivada de la devaluación de la peseta con reducciones en el ritmo de crecimiento de los costes y particularmente de los salarios -su componente más importante- atemperándolo a la evolución de la productividad empresarial.

*4º El mantenimiento de la inflación con un diferencial acentuado respecto a la CE y una intensificación de su naturaleza dual.*

A pesar de la caída de la demanda interna, los precios españoles aumentan el diferencial que les separa del resto de los países comunitarios. En el mes de agosto los precios de consumo (IPC) españoles crecieron el 4.6% respecto a agosto de 1992, lo que supone una reducción de 1.2 puntos porcentuales respecto a la tasa de crecimiento de un año antes.

En julio el diferencial respecto al conjunto de países comunitarios se elevaba a 1.4 puntos porcentuales, dos décimas más que en julio de 1992. El diferencial respecto a los tres mejores países se elevaba a 3.7 puntos porcentuales, 0.8 puntos más que un año antes, alejándose España en 2.2 puntos porcentuales de la condición establecida en Maastricht. El comportamiento de los precios españoles, no es satisfactorio, aunque existan razones que puedan explicar tal comportamiento. La primera, por la incidencia en la formación de los precios que tiene el alza salarial. Mientras que el salario hora crecía en España el 8.2% en 1992, aumentaba sólo el 5.8% en el conjunto comunitario. El coste laboral unitario creció en España en 1992 el 5.2%, frente al 2.8% de la CE. Como han probado todos los estudios realizados sobre la incidencia del coste laboral en el crecimiento de los precios implícitos en el PIB español, esta se sitúa en torno al 50%. Cada punto adicional en el crecimiento del coste laboral unitario supone un aumento automático de medio punto en los precios internos. La moderación salarial es pues, una condición necesaria para frenar el alza de los precios.

Pero los precios españoles están afectados por otros hechos que explican su crecimiento. La devaluación de la peseta se está haciendo sentir en el alza de los precios de los bienes de consumo importados. También en la evolución del precio de la energía y de los alimentos, por el efecto que la devaluación está teniendo en los precios percibidos por los agricultores que en 1992 habían descendido el 6.8%. En los últimos doce meses, la elevación del tipo del IVA y el aumento de la imposición sobre los carburantes, han tenido un efecto considerable en el alza de los precios de consumo.

Uno de los hechos que explican en gran medida el crecimiento diferencial de los precios españoles, es su crecimiento *dual*. Los precios de los servicios crecen más en todos los países que los de los bienes comercializables. Lo que se explica por el menor aumento de la productividad en las actividades terciarias. Pero el caso de España es excepcional, hasta el punto de que en muchos servicios, el alza de sus precios supera incluso al del coste laboral. El precio de los servicios adquiridos por los consumidores españoles en 1992 creció el 10.6%, respecto a 1991,

que, a su vez, había aumentado el 10.2% sobre 1990. El índice general de precios de consumo (IPC) en los años 1991 y 1992 aumentó el 5.9%, lo que supone que los precios de los servicios crecieron el 76% más que el conjunto general. Esta situación ha mejorado aparentemente en 1993. Los precios de los servicios en agosto de este año, frente a igual mes del año anterior, crecieron el 8.2% frente al 4.6% registrado por el índice general de precios. Diferencia de 3.6 puntos porcentuales equivalente al 78%, que refleja alguna reducción en términos absolutos, pero que mantiene e incluso amplía, el diferencial relativo que separa el crecimiento del precio de los servicios, respecto a los restantes productos.

*5º El déficit público y la necesaria reforma de la Administración Pública.*

Uno de los problemas básicos de la actual situación de la economía española es, indudablemente el **déficit público**. Y lo es, por varias razones:

- a) Por su naturaleza que evidencia un absoluto descontrol de las cuentas públicas que ha conducido a un crecimiento explosivo del gasto público que ha desbordado el no despreciable aumento de la presión fiscal.
- b) Por su financiación que conduce a una elevación de los tipos de interés y a una presión apreciativa del tipo de cambio para disponer de una financiación externa cómoda, condicionando la conveniencia de la economía nacional a la del servicio financiero del déficit público.
- c) Porque eleva el endeudamiento público alejando crecientemente a la economía española de las condiciones de convergencia con Europa. Según datos del propio Ministerio de Economía y Hacienda, un comportamiento tendencial del endeudamiento público elevaría su tasa sobre el PIB en 1994 al 60,5 por cien cuando en 1992 se situaba en 48,2 por cien. Es decir, en dos años España había superado el límite del endeudamiento fijado en Maastricht.
- d) Porque en la medida en que los tipos de interés reales (en buena parte sostenidos por el propio sector público) sean superiores a la débil tasa de crecimiento de la economía -situación que se prolongaría aún bastante tiempo- el endeudamiento público se hace explosivo sobre la base del crecimiento de los intereses de la deuda pública.

El primer problema actual del déficit público no es tanto su abultado nivel (4,5 por cien en 1992 y estimación del 6,6 para 1993) sino *la falta de credibilidad de estas cifras*.

De una parte los datos presupuestarios se han convertido de hecho, en puras declaraciones formales sin ninguna vinculación con la realidad. Trabajos recientes han estimado que las desviaciones entre las cifras presupuestarias de gasto público y su ejecución se han situado en los últimos años en valores que han llegado a alcanzar el 18 por cien por el Estado y del 45 por cien por las Comunidades Autónomas.

Quiere ello decir que el presupuesto carece en España de ese carácter básico y constitutivo, por el que nació en las sociedades democráticas, de ser un elemento de control y disciplina de la actividad financiera pública por el poder legislativo y un instrumento central de la programación económica.

Un hecho transcendental para la credibilidad en los objetivos de la política económica y en su ejecución al que hay que añadir otro más grave aún: la manifiesta falsedad en el registro



contable de las cifras públicas que conduce a que, en términos de contabilidad nacional, nadie - y el propio Gobierno no es una excepción- conoce con exactitud la magnitud del déficit público.

"Cuadernos de Información Económica" se refirió en su número 71 (febrero, 1993) a esta falta de rigurosidad en el ejercicio de la contabilidad pública, calificando el desequilibrio público oficialmente reconocido como "un déficit bajo sospecha".

Hoy no existe ninguna sospecha, sino la plena seguridad, de la indebida contabilización de las operaciones del INEM y del INSALUD o de la inadecuada utilización de las operaciones financieras para encubrir subvenciones de explotación como activos financieros o la aplicación de la venta de activos financieros -participaciones empresariales- como ingresos no financieros, falseando la verdadera dimensión y naturaleza del déficit público.

Un falseamiento que ha dañado intensamente la credibilidad de las cifras públicas, tanto presupuestarias como de ejecución.

En realidad se trata de un comportamiento que ha tratado sistemáticamente de ocultar al país el carácter explosivo de un gasto público fuera del control del propio Gobierno. Porque lo esencial no es la dimensión cuantitativa que con frecuencia se intenta maquillar sino la pérdida del control del gasto público que se sitúa fuera de la órbita gubernamental y hace imposible su previsión. Se aprueban leyes con consecuencias presupuestarias importantes cuya materialización no depende de la voluntad del gobierno sino del ejercicio de los derechos que esas disposiciones reconocen, discrecionalmente por sus beneficiarios fuera de toda capacidad de control.

Es esa **indisciplina** del gasto público la que está en la base del incumplimiento de las previsiones presupuestarias, que unida a la manipulación de los datos para ocultarlo, ha ido generando esa grave y perturbadora falta de credibilidad en las cuentas públicas que ha sido insistentemente denunciada por los expertos.

Según los datos conocidos, en el período enero-julio de 1993, los ingresos del estado han crecido el 4,2 por cien frente a un crecimiento del gasto público del 12,4 por cien ambos en términos de Caja (5,9 por cien y 12,5% respectivamente en términos de derechos y obligaciones reconocidas), lo que arroja un crecimiento del déficit de caja del estado en los siete primeros meses de 1993, respecto a igual período de 1992, del 65,9 por cien. Si a esa evolución expansiva del estado sumamos la de la Seguridad Social y la de las Haciendas Territoriales, el resultado es claramente alarmante.

### **El diseño de la política económica.**

Los datos anteriores apuntan hacia un cierre del ejercicio 1993 en recesión con un conjunto de problemas económicos graves no resueltos, en buena medida ni tan siquiera abordados, que sitúan a la economía española en una difícil posición para beneficiarse de un eventual crecimiento de la economía internacional y del comercio mundial.

La urgencia de una política económica claramente definida y orientada a la solución de esos problemas es obvia. Como también lo es -o debería serlo- que el diseño adecuado de la política económica española requiere como punto inicial dos ingredientes básicos:

1. Un diagnóstico de la situación actual que, como reiteradamente se ha dicho, ha de ser público, de forma que permita su debate; debe ser compartido por las fuerzas sociales, para

suscitar el necesario acuerdo en las líneas maestras de la política económica necesaria y debe encontrar un hueco en la agenda -siempre intensa en actividad política- del Presidente del Gobierno, para su exposición a la sociedad española. Un tema que tiene tras de sí la presencia lacerante de más de tres millones de parados, bien merece un esfuerzo útil de concienciación y convicción de los españoles sobre las causas reales de nuestros problemas, de los medios necesarios para superarlos y de los costes y sacrificios que implican.

2. Un programa de actuación que partiendo de la evidencia de la pérdida de competitividad de la economía española y de la experiencia pasada que claramente confirma que las devaluaciones, si no van acompañadas de otras medidas que den continuidad a la reposición inicial que consiguen, constituyen un camino engañoso y erróneo de afrontar los problemas, diseñe un cuadro de actuaciones que aborde jerarquizadamente los problemas y que, de forma creíble, clarifique el horizonte económico e identifique, a diferencia del Programa de Convergencia -que ya nació envejecido y triunfalista- los sacrificios que la superación de la actual crisis comporta.

Es este programa de actuación el que debe informar al Presupuesto y ser asumido por él en la parte que corresponda y es el que debe servir de referencia para la negociación de cualquier tipo de "pacto social" que pretenda ser algo más que un puro gesto simbólico.

El Presupuesto público debe fijar las magnitudes financieras básicas en forma coherente y compatible con un programa de actuación previamente elaborado y acordado con las fuerzas sociales. ¿Qué credibilidad cabe otorgar a un proyecto de presupuesto que nace en partidas tan importantes, cuantitativa y cualitativamente, como la retribución de los funcionarios o las pensiones del sistema de la Seguridad Social, a expensas de los resultados de un pacto social -actualmente en estado de permanente negociación- sobre la política de rentas? Obviamente ninguna.

¿Con qué mimbres puede tejerse un pacto por el empleo si las posiciones de los agentes sociales no parten del mismo diagnóstico económico?

Esta incapacidad inicial para formular una interpretación de la raíz de los problemas económicos actuales constituye el obstáculo más importante para alcanzar cualquier tipo de pacto por el empleo que pueda informar una política económica cuya aplicación decidida es, cada día que transcurre, más urgente.

En efecto, para las *organizaciones empresariales* las dos causas fundamentales de la crisis económica interna que deberían ser eliminadas antes que cualquier otra son el excesivo crecimiento de los salarios nominales -sin relación con las ganancias de productividad y con la inflación- y el elevado nivel de gasto público que condiciona la existencia de un grave problema de déficit público que requiere ser financiado.

La superación de estos dos puntos centrales, junto con la demanda permanente de una reducción de la imposición que gira sobre las empresas, tanto en sentido estricto como la relativa a las cuotas patronales de la Seguridad Social, constituyen para los representantes de los empresarios los aspectos claves para la superación de la crisis.

La estrategia sindical, bien al contrario, partiendo de una ideología social de enfrentamiento derivada de su percepción de que una política económica que diera respuesta a los aspectos anteriormente expuestos haría descansar sobre los trabajadores ("los de siempre") el coste del

necesario ajuste económico, ha venido centrando sus reivindicaciones en una línea incompatible tanto con la posición empresarial como con la interpretación económica del gobierno.

En cuatro aspectos fundamentales se manifiesta esta actitud de enfrentamiento que constituye hoy, sin duda, el principal escollo a salvar para remontar la difícil situación económica:

1. No aceptar limitaciones salariales, sino bien al contrario reivindicar mejoras en el poder adquisitivo de los trabajadores sobre la base del crecimiento nominal de los salarios con absoluto desinterés por la contención de la inflación y en la creación de las condiciones indispensables para el aumento del empleo.

Un punto que tiene su origen, como reiteradamente han expuesto las centrales sindicales, en su errónea creencia de que el crecimiento salarial no afecta ni a los precios ni al nivel de empleo. Y, desde la perspectiva de la competencia internacional, el único dato que consideran relevante es la distancia que aún separa a la retribución de los trabajadores españoles respecto a la de los países comunitarios más avanzados, sin otorgar ninguna importancia a los diferentes niveles de productividad.

2. Luchar por la fijeza del empleo, rechazando cualquier ganancia de flexibilidad del sistema económico que venga por la vía de la contratación temporal.

Una posición que conduce, de hecho, a una dualización del mercado de trabajo: los trabajadores que tienen contratos fijos en los que se centra la protección de la acción sindical, entre otras razones porque entre ellos encuentran el mayor número de afiliados, y los que tienen contratos temporales que son obviamente sobre los que incide, ante la rigidez del primer segmento, con mayor intensidad los ajustes de empleo que las empresas se ven forzadas a realizar.

3. Exigir permanentes aumentos en la cobertura, cuantía y plazo de las prestaciones por desempleo, negando cualquier acción que se oriente a corregir los evidentes fraudes que el sistema actual entraña.

4. Oponerse tenazmente a toda regulación del derecho a la huelga que no sea la autorregulación sindical.

En los documentos no públicos y tan solo veladamente conocidos que según parece el gobierno ha utilizado en la mesa de negociación del denominado pacto por el empleo, se recogen aspectos del campo problemático de la economía española, bien conocidos y ampliamente reiterados por los técnicos:

1. La caída del empleo que padece la economía española deriva de la pérdida de intensidad, primero, y de recesión después, de la actividad productiva, consecuencia de la reducción continuada de la competitividad de las empresas españolas, en un marco de debilidad económica internacional y particularmente europea.

2. La salida de la crisis de producción requiere detener la caída del proceso inversor. Lo que, a su vez, exige aumentar el excedente empresarial por la vía de la reducción de los costes que gravitan sobre las empresas y que las inhibe de su función inversora, ante el creciente deterioro de su posición competitiva en los mercados internacionales.

3. El primer punto clave que toda política económica debe abordar es la reducción del déficit público, en todos sus niveles, central, autonómico y local. Reducción que obliga a una consolidación del gasto público, que es donde radica la causa del déficit, por el camino de una reforma de las administraciones públicas que restituyan el poder de control del gasto, y eviten el despilfarro de recursos elevando la productividad de los medios utilizados en la producción de los servicios públicos.

Una acción que es preciso completar en el terreno de los ingresos públicos con la lucha contra las bolsas más evidentes de fraude fiscal y, en otro sentido, con acciones fiscales estimulantes de la inversión y del empleo, limitadas, acotadas en el tiempo, y con las mayores garantías posibles de efectividad.

Por otra parte el colectivo de las empresas públicas debe analizarse minuciosamente para reponer al sector público empresarial, su verdadero sentido sin que una visión errónea de su papel económico se convierta en una tradicional sangría presupuestaria por la vía de subvenciones de explotación en proyectos empresariales sin ninguna viabilidad económica. Con independencia de la conveniencia de practicar privatizaciones de empresas públicas modernas que pudieran aliviar el peso creciente del endeudamiento público y de su carga financiera.

4. El segundo aspecto central es la urgente reforma del mercado de trabajo que permita flexibilidad su comportamiento, dotándole al factor trabajo de la necesaria movilidad geográfica y funcional y romper con corruptelas sobre la formación de los salarios que el sistema económico español no puede soportar, vinculándola más estrechamente a las ganancias de productividad de sectores y empresas y no superando, en ningún caso, a la inflación prevista.

5. Es preciso destacar finalmente la necesidad de avanzar en el proceso de liberalización de mercados, especialmente en el sector servicios cuya regulación e intervención contribuye hoy decisivamente a la naturaleza dual de la inflación española y transmite sobre los costes empresariales un peso muerto que las empresas industriales no pueden digerir sin grave merma de su competitividad y con el riesgo, convertido en siniestro constante de la desaparición de las empresas, del tejido productivo del país y de la destrucción de empleos.

Este panorama de reformas, sabidas pero pendientes de acometer, no es ciertamente gratificante. Pensar que la economía española, sin un diagnóstico compartido de la situación y sin un diseño coherente, jerarquizado y fechado de política económica, puede lograr un pacto con alguna trascendencia para remontar su principal problema, el creciente nivel de paro, y superar con visos de permanencia, la actual crisis económica es una pura quimera.

No cabe duda que los hechos descritos en las páginas anteriores por su gravedad y contradicciones no pueden perdurar. El ajuste económico se produciría con o sin pactos. El problema es que, si no se pone remedio, se hará tarde y girará sobre el empleo radicalizando aún más la grave situación actual.

Los problemas de la economía española tienen solución. En este sentido la sociedad española no debe engañarse ni dejarse llevar por un pesimismo estéril.

Lo que no hay es tiempo que perder en discutir generalidades. Como tampoco lo hay para improvisar pactos imposibles, mientras las fuerzas sociales continúen en posiciones estancadas,

carentes de sentido, sin la más mínima concesión para lograr una interpretación de la realidad económica española, basada en la realidad de nuestros problemas y en la lógica del comportamiento económico en las sociedades modernas, susceptible de ser compartida. Este es el reto actual de la política económica.

## EL OCTAGONO DE LA CRISIS

---

*José Barea*

*Catedrático Emérito de la Universidad Autónoma de Madrid*

**D**esde hace ya varios años he venido escribiendo artículos y pronunciando conferencias sobre las graves consecuencias que para la economía española estaba teniendo el déficit público. Ultimamente<sup>(1)</sup> he intentado exponer estas ideas de una manera sencilla a través de un polígono cerrado de ocho lados, en el que cada hecho se encadena secuencialmente con el anterior, quizás recordando la explicación que cuando estudiante recibí a través de un círculo, sobre las dificultades que para salir de la pobreza tenían los países subdesarrollados.

El Profesor Velarde, que intervino en el Seminario de la Cristalera que he mencionado, ha glosado de manera magistral la exposición que hice<sup>(2)</sup>, que en nada va a ser mejorada con estas cuartillas que escribo a petición del Profesor Fuentes Quintana que pronunció la conferencia inaugural del repetido Seminario.

La política económica española ha estado condicionada por el déficit público. En 1988<sup>(3)</sup>, el Gobierno apostó por eliminar en 1992 el déficit de las administraciones públicas centrales (Estado, organismos autónomos administrativos y Seguridad Social). Bien pronto, en 1990, el Gobierno renunció a conseguir tal objetivo, que fue abandonado.

Con ocasión de la firma del Tratado de la Unión Europea, el Gobierno elaboró, en marzo de 1992, el Programa de Convergencia, en el que se fija alcanzar en 1996 un déficit presupuestario del 1% del PIB para el conjunto de las administraciones públicas (0,75% para las administraciones públicas centrales); para 1993 se estimaba sería del 3,5%, del que un punto correspondía a las administraciones públicas territoriales.

En estos momentos, la confusión sobre la cuantía del déficit público es total, el Gobierno da la sensación de que ha perdido el norte y navega en la niebla. Se habla del 7, del 8 y hasta del 9%.

---

(1) "Déficit público: un ajuste prioritario".- En el curso "Puntos críticos de la economía española".- Universidad de La Coruña. UIMP, julio 1993.  
"Análisis de comportamiento de las Administraciones Públicas".- En el Seminario "Análisis de la economía española a través de la Contabilidad Nacional". Departamento de Economía y Hacienda. Facultad de Ciencias Económicas de la UAM. La Cristalera. Miraflores de la Sierra. Septiembre 1993.

(2) "El octágono de Barea". Juan Velarde.- ABC. Diario de Economía.- 19.9.93.

(3) "Escenario macroeconómico y presupuestario 1989-92". Ministerio de Economía y Hacienda.

A través del octágono que aparece en la figura núm. 1 trataré de explicar cómo la necesidad de financiar el fuerte déficit de nuestras administraciones públicas, consecuencia de un política expansiva de gasto público, ha conducido a la grave crisis económica que padecemos.

El proceso se inicia con el comportamiento expansivo de las administraciones públicas (vértice número 1 del polígono), cuya necesidad de financiación ha sido superior en cada uno de los años del período 1989-92 (media del 4,3% del PIB), a la capacidad de financiación del sector privado (media del 1,1% del PIB), lo que ha dado lugar a que las administraciones públicas, a través de su déficit, no sólo hayan absorbido la capacidad de financiación neta del sector privado de la economía, sino que hayan tenido que acudir al ahorro exterior.

Para evitar la inflación galopante que el fuerte déficit público podría desencadenar, el Gobierno se vio obligado a practicar una política monetaria muy restrictiva (vértice número 2 del polígono) como instrumento para tratar de controlar la inflación. A pesar de ello, la tasa media de crecimiento del índice de precios al consumo fue durante el último cuatrienio del 6,3%.

La consecuencia de esta política restrictiva, junto a la imperiosa necesidad de financiar el fuerte déficit público, fue la implantación de una política de tipos de interés elevados (vértice número 3 del octágono).

Como muestra de tal política señalaremos que los tipos de interés marginales de emisión de deuda negociable del Estado en el mercado primario fueron los siguientes:

	1990	1991	1992
Letras a 12 meses . . . . .	14,30	12,55	12,56
Bonos y obligaciones . . . . .	13,20	11,84	11,18

Los altos tipos de interés atraen ahorro del exterior, produciendo una fuerte entrada de capitales extranjeros (vértice 4 del polígono). A pesar de que en 1992 la deuda pública en poder de no residentes se redujo en 340.000 millones de pesetas, hecho que no sucedía desde 1987, el saldo de deuda a medio y largo plazo en poder de no residentes se situaba al finalizar 1992 en 1.780 miles de millones de pesetas, que representaban el 22% del saldo total en circulación.

La fuerte aportación de capital exterior provoca una subida espectacular de nuestras reservas exteriores, pasando España a convertirse en el segundo país del mundo por su volumen, totalmente desproporcionado con el monto de nuestro comercio exterior. A 31 de diciembre de 1992, el contravalor en pesetas de la posición de reservas exteriores ascendía, según el balance del Banco de España, a 5.667 miles de millones de pesetas, a pesar de que, como consecuencia de la inestabilidad en los mercados cambiarios, las reservas del Banco de España experimentaron en 1992 una disminución de 1.739 miles de millones de pesetas.

La peseta pasaba a convertirse en una moneda fuerte, y su tipo de cambio se situaba en la zona alta de la banda fijada para la misma en el Sistema Monetario Europeo, teniendo en ocasiones que intervenir la autoridad monetaria para evitar que la peseta se saliera del techo superior de la banda (vértice 5 del polígono).

Ante la situación descrita, las autoridades económicas creían que habían resuelto la cuadratura del círculo. El déficit público impulsaba la demanda agregada, contribuyendo al crecimiento del PIB y de nuestro nivel de reservas, y la cotización de la peseta daban confianza a los inversores extranjeros, que cada vez aportaban un mayor flujo de capitales. Cuántas veces se repitió que no existía otra alternativa de política económica que fuera tan beneficiosa para nuestro país.

Por ello, comentarios y críticas que se efectuaban para que la política fiscal coadyuvase a corregir los desequilibrios básicos que iban apareciendo en la economía eran completamente ignorados. Deslumbrados por los éxitos de la economía monetaria, no se percibían las grietas que iban apareciendo en la economía real, precisamente como consecuencia del déficit público y de la política instrumentada para su financiación.

En efecto, la sobrevaloración del tipo de cambio de la peseta incidió muy negativamente sobre la competitividad de nuestras empresas, lo que hizo caer nuestras exportaciones y elevar las importaciones (vértice 6 del octágono). En la pérdida de cuota de mercado por España ha tenido mucho que ver el marco en el que desarrollaron su actividad económica nuestras empresas.

Las dificultades para exportar y la incentivación para importar ocasiona un fuerte déficit exterior (vértice 7 del polígono) que, expresado en porcentaje del PIB, alcanza en el último cuatrienio una media del 3,3%, el más elevado de los países de la OCDE.

La caída de las ventas de nuestras empresas, tanto en los mercados exteriores como en el mercado nacional, ocasiona una disminución de la producción interior y de la demanda nacional. La tasa de crecimiento del producto interior bruto empieza a caer, la crisis y el aumento del paro hacen su aparición (vértice 8 del octágono).

El aumento de la carga financiera de la deuda pública, a consecuencia de su mayor volumen y del alza de los tipos de interés; el aumento de la prestación de desempleo, a consecuencia del crecimiento del paro, la disminución del ritmo de crecimiento de los ingresos públicos, a consecuencia de la caída de la actividad, y la falta de voluntad política para controlar el gasto público provocan un nuevo aumento del déficit público y el efecto expulsión del sector privado, Nos encontramos de nuevo en el vértice 1 del polígono, y el proceso comienza otra vez su andadura. De manera magistral, dice el Profesor Velarde que "como si fuese de cuchillos y navajas, la rueda diabólica continúa su girar incansable y destructor de nuestra economía".

En este girar incansable se ha producido un proceso acumulativo de déficit público y de déficit exterior que ha destruido el tejido industrial español, y ha tenido un efecto negativo sobre el crecimiento, provocando una fuerte crisis económica y una situación alarmante de paro. La tasa de crecimiento del producto interior bruto empieza un descenso irreversible: 4,7% en 1989; 3,7% en 1990; 2,3% en 1991; 1% en 1992 y -1% en 1993 (previsión), y la proporción de parados sobre población activa ha pasado del 17,3% en 1989 al 18,4% en 1992 y al 21,7% en el primer trimestre de 1993.

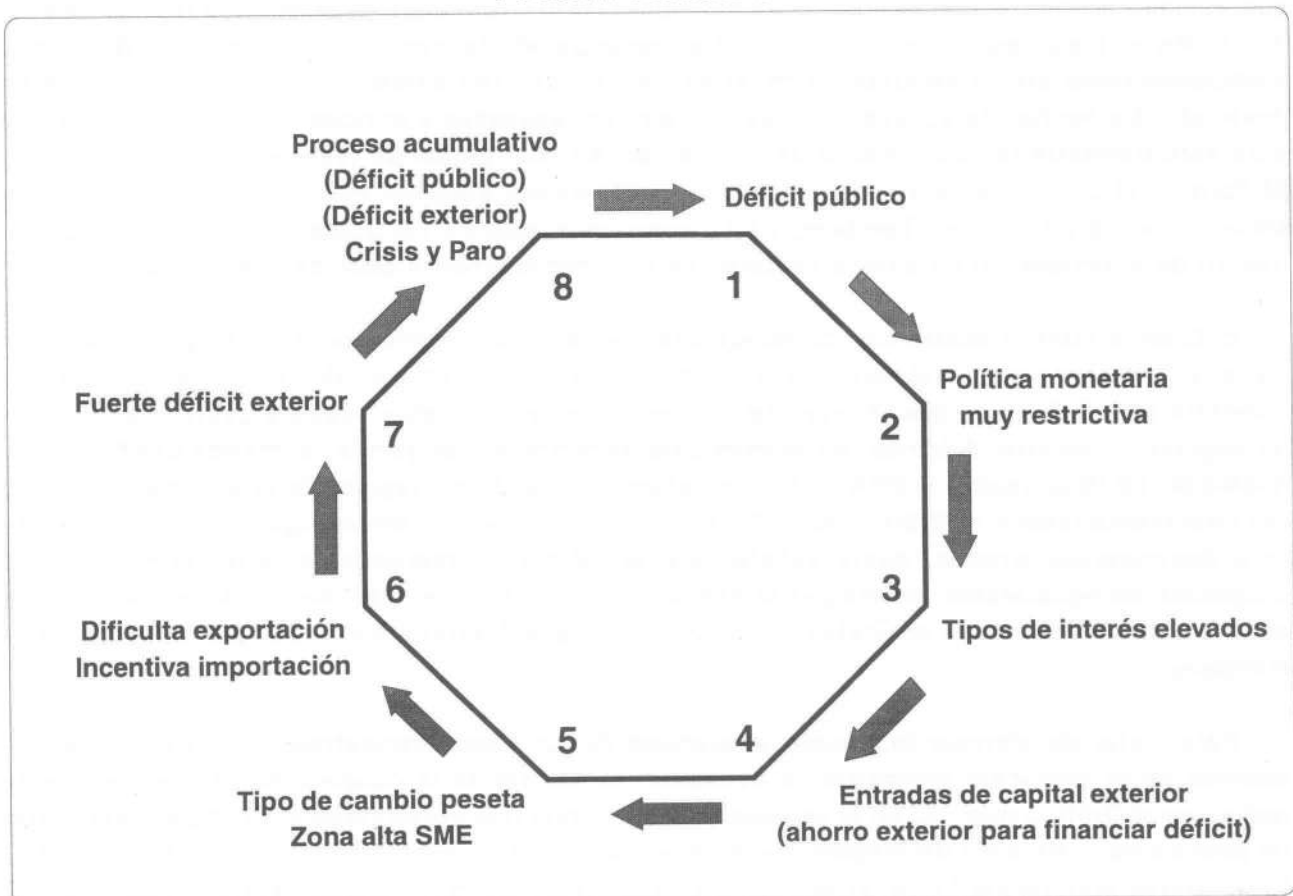
Romper el círculo en el que nos movemos requiere, después de las tres devaluaciones habidas, que han situado a la peseta en su cambio real, crear el marco adecuado para que el sector privado recupere el papel de motor de crecimiento de la economía y no perdamos las ventajas competitivas ganadas en las devaluaciones.



La primera medida para crear ese marco adecuado ha de consistir en una reducción paulatina del déficit público que posibilitará la puesta en marcha de mecanismos de signo contrario a los descritos, y que la economía española recupere la senda de crecimiento necesaria para generar empleo.

Es evidente que, siendo la reducción del déficit público la medida fundamental que ha de adoptarse para crear el nuevo marco para la recuperación de la economía española, no es, sin embargo, la única; la adaptación del mercado de trabajo a las condiciones que rigen en los países comunitarios, principales competidores nuestros, y la reforma del sector público constituyen asignaturas pendientes de abordar en nuestro país desde hace tiempo.

FIGURA NUM. 1



## LA DESTRUCCION DE EMPLEO NO HA TOCADO FONDO

---

*José de Hevia*

*Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE)*

### La valoración de los datos de la EPA en el segundo trimestre.

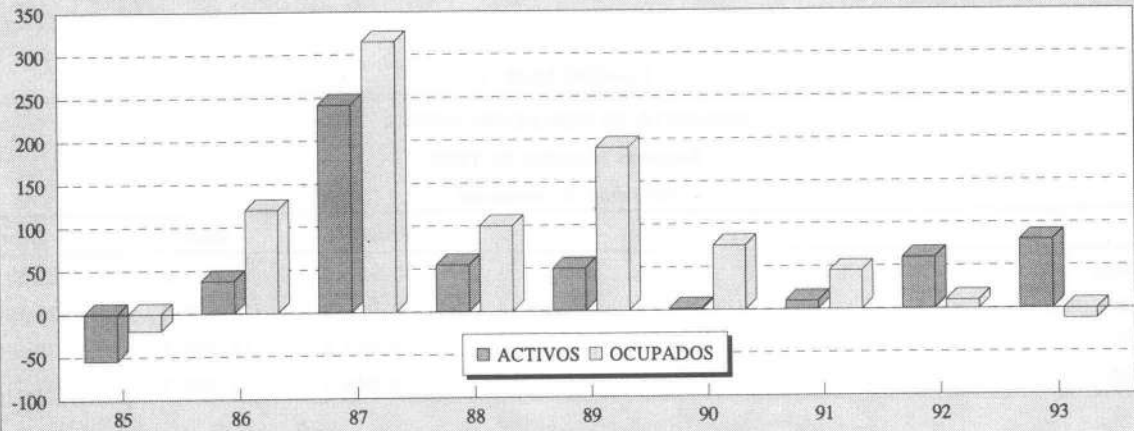
**L**a Encuesta de Población Activa (EPA) del segundo trimestre de 1993, sigue sin mostrar ningún indicio claro de que a corto plazo se pueda producir una mejoría de la situación del mercado de trabajo en España. Como en los trimestres inmediatamente anteriores, la información agregada que ha proporcionado el último dato de la EPA posee una pauta que se puede resumir en tres puntos: **A)** pérdida "significativa", no tanto por magnitud como por el contenido económico, de empleo (unos 14.000 en esta ocasión), **B)** aumento del número de activos (unas 82.000 personas), y **C)** como consecuencia de A y B, un aumento, también "significativo", del número de parados (más de 96.000).

A pesar de que la pérdida de empleo de este trimestre, está muy lejos de la cifra "record" de más de 250.000 registrada en cada uno de los dos trimestres anteriores, no se puede concluir que se haya asistido a una mejoría en la evolución de la ocupación. En efecto, al menos existen dos motivos para seguir viendo con mucha preocupación la evolución del empleo: **A)** porque tradicionalmente en los segundos trimestres del año se crea empleo, y en esta ocasión se ha destruido. De hecho, de acuerdo con las previsiones realizadas a principios de año, se esperaba para este trimestre un crecimiento del empleo en 47.000 personas (véase la Cuadro núm. 1). **B)** Porque, el comportamiento del empleo en sectores estratégicos como la construcción y los servicios no ha sido bueno. También, y tal y como se muestra en la Cuadro núm. 1, el comportamiento de la ocupación en ambos sectores ha sido notablemente peor de lo esperado.

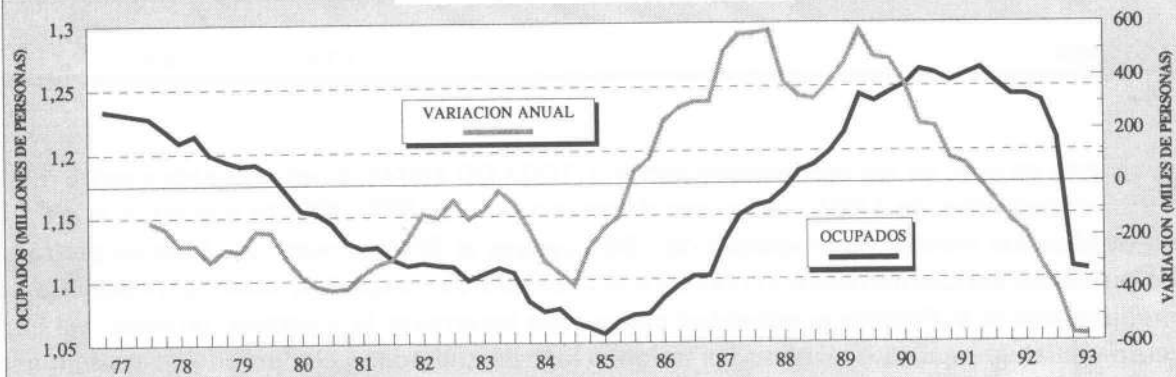
El Gráfico núm. 1 ilustra con contundencia que la estacionalidad no es la responsable de la caída del empleo durante el segundo trimestre del año. Al contrario, desde que en el segundo trimestre de 1985 se perdieran unos 38.000 empleos, no se había vuelto a destruir empleo en un segundo trimestre. Además, en términos de variación anual, jamás, al menos desde que de finales de 1976 se realiza la EPA de forma sistemática, se había registrado una caída de empleo tan importante (véase el Gráfico núm. 2). Para tomar conciencia del vertiginoso ritmo al que se está destruyendo empleo, basta señalar que en términos interanuales la pérdida actual de ocupación es equiparable, en magnitud absoluta, a las cifras de crecimiento del empleo de los años 87, 88 y 89 (véase el Gráfico núm. 2); cifras que fueron "la envidia" de las economías europeas.

Para tratar de eliminar la posible erraticidad de los datos trimestrales, conviene analizar, además de la evolución trimestral, la evolución semestral de la ocupación. Esto es lo que se realiza en el Gráfico núm. 3. En él se observa, que habría que remontarse a 1984 para encontrar un peor comportamiento del empleo que el registrado en el primer semestre de 1993. Si ya 1992 fue el primer año, desde 1984, en el que se destruyó empleo en los dos semestres del año, 1993

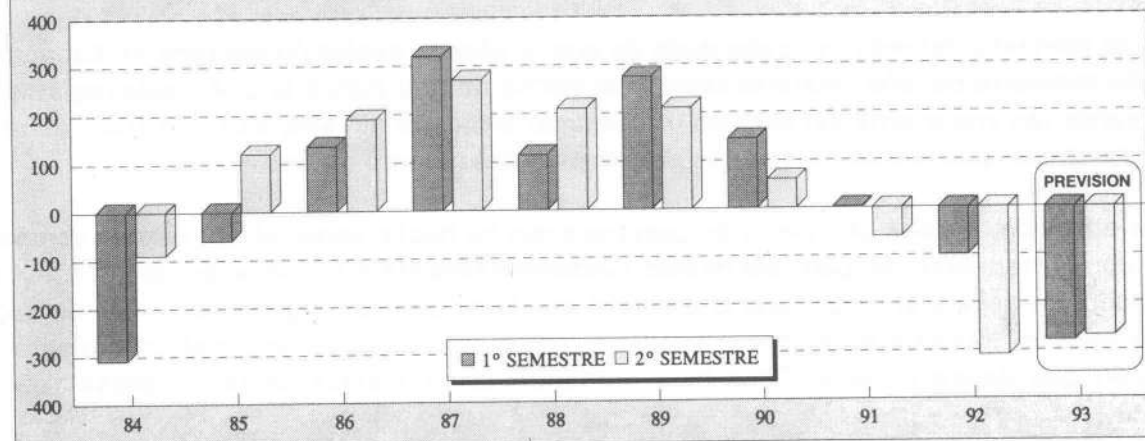
**GRAFICO NUM. 1**  
**VARIACIONES EN EL SEGUNDO TRIMESTRE**  
 (Miles de personas)



**GRAFICO NUM. 2**  
**OCUPACION Y SU VARIACION ANUAL**



**GRAFICO NUM. 3**  
**VARIACION SEMESTRAL DE LA OCUPACION**  
 (Miles de personas)



no parece que vaya a ser distinto. A los más de 278.000 empleos perdidos en el primer semestre, no será difícil sumar, según nuestras previsiones, una pérdida de unos 270.000 empleos en el segundo semestre.

CUADRO NUM. 1

ENCUESTA DE POBLACION ACTIVA			
Segundo trimestre de 1993			
(En miles de personas)			
	Previsión	Dato	Error
OCUPADOS .....	11.928,5	11.867,6	-60,9(-0,5%)
Asalariados .....	8.725,3	8.699,8	-25,5(-0,3%)
ACTIVOS .....	15.227,5	15.264,3	36,8(0,2%)
PARADOS .....	3.299,0	3.396,7	97,7(2,9%)
OCUPADOS			
Agricultura .....	1.207,9	1.211,6	3,7(0,3%)
Industria .....	2.525,5	2.556,9	31,4(1,2%)
Construcción .....	1.115,6	1.100,7	-14,9(-1,4%)
Servicios .....	7.079,6	6.998,5	-81,1(-1,2%)
TASA DE PARO .....	21,7%	22,3%	

Lo cierto es que, de los aproximadamente 2.100.000 empleos netos creados entre mediados de 1985 y mediados de 1991, ya se han destruido más de 800.000; lo que sitúa la cifra actual de empleo en los niveles de mediados de 1988 (véase el Gráfico núm. 2). Sólo se podrá pensar en un aumento suficientemente importante del número de ocupados, cuando exista una política económica con la suficiente credibilidad como para incentivar la inversión privada, así como un acuerdo social que permita eliminar los muchos lastres que posee el mercado de trabajo español. No obstante, y por el momento, sólo cabe esperar que la bajada de tipos de interés a la que hemos asistido, así como el "buen año turístico" que han traído las sucesivas devaluaciones de la peseta, sean capaces de amortiguar la pésima situación actual del mercado de trabajo español.

En lo que respecta a la población activa hay que señalar que en este trimestre ha crecido por encima de lo que viene siendo usual que ocurra en los segundos trimestres de los últimos años (véase el Gráfico núm. 1). En un momento de profunda crisis del empleo como la descrita anteriormente, este comportamiento del número de activos parece sugerir que ha existido, al menos en este trimestre, una escasa incidencia del efecto desánimo.

En el contexto descrito, no cabe duda de que la pésima evolución del paro en España en el segundo trimestre del año, materializada en el hecho de que nunca la EPA había registrado un crecimiento tan importante del paro en un segundo trimestre del año, es tanto fruto de la mala evolución del empleo como del notable crecimiento del número de activos.

Por otro lado, medios oficiales y de comunicación ha hecho especial hincapié en señalar que el mal comportamiento del paro era debido fundamentalmente a la evolución de los activos. De este modo, se daba a entender que el principal problema que se ha generado en el mercado de trabajo español, durante este último trimestre, había sido el de un anormal crecimiento de la población que desea trabajar. Pues bien, tomando como medida de la "sorpresa" que han

supuesto la publicación de los datos de la EPA, los errores cometidos con nuestras predicciones, recogidos en la Cuadro núm. 1, se puede concluir, en contra de dichos medios, que el aumento no esperado (97.700 en este caso) del número de parados, tiene su origen en mayor medida en la "sorpresa" (de 60.900 ocupados) que ha supuesto la caída del empleo, que en la que ha supuesto el aumento de los activos (36.800). Sirva este ejercicio para insistir una vez más, en que el problema al que nos enfrentamos en el mercado de trabajo español, es actualmente, un problema de destrucción de empleo y no de crecimiento "no esperado" de los activos.

En cualquier caso, es difícil exagerar la magnitud del problema económico y social al que se enfrenta España con el problema del paro: Nunca, hasta el momento, se había registrado ni en términos de tasa de paro (22,3%), ni en valor absoluto (3.396.700) una situación tan desfavorable del paro, como la de este trimestre. Desde el tercer trimestre de 1991 el paro se ha incrementado de forma ininterrumpida con un saldo de más de 1.000.000 de parados más, de los cuales, tal y como se dijo anteriormente, unos 800.000 son debidos a pérdida de empleo.

### **El empleo sectorial.**

El análisis por sectores económicos del dato del segundo trimestre de 1993 muestra, por un lado, que no ha terminado el proceso de ajuste de las plantillas en la industria y en la construcción, y por otro, que el empleo en el sector servicios no se está comportando de forma tan dinámica como en otros tiempos. La pérdida de empleo en el sector agrícola es perfectamente normal y está dentro de lo que se esperaba (véase la Cuadro núm. 1).

Aún habiéndose destruido 31.000 empleos industriales menos de lo esperado a principios de año (ver Cuadro núm. 1), el dato de la EPA ha seguido suponiendo el peor comportamiento del empleo industrial en un segundo trimestre desde 1985 (véase el Gráfico núm. 4). La profunda crisis industrial ha destruido, entre el tercer trimestre de 1990 y ahora, más de 450.000 empleos; y de no producirse un aumento inesperado de la demanda de bienes industriales, amenaza con situar esa cifra en más 560.000 a finales de 1993.

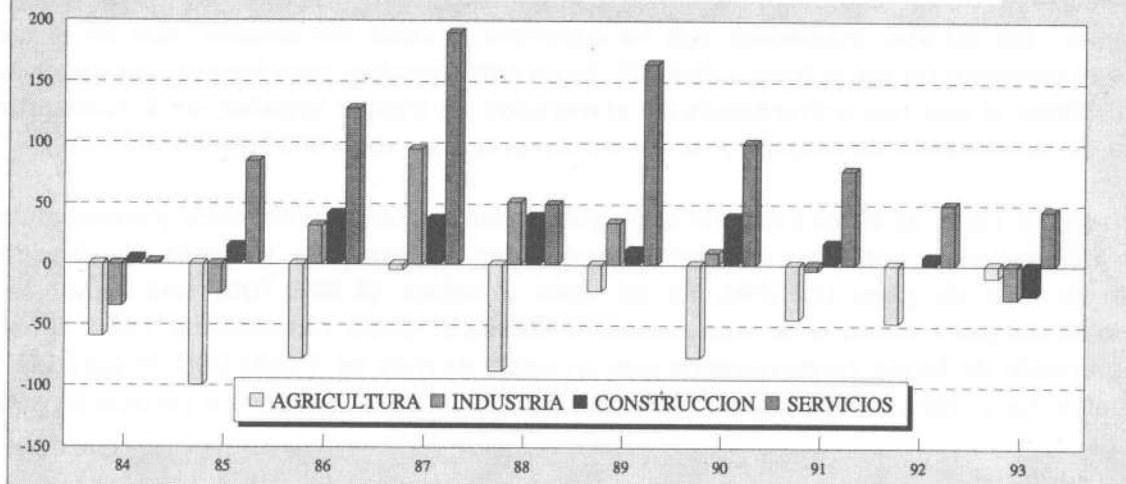
El empleo en la construcción tampoco ha tenido buen comportamiento. Al contrario, la ocupación en la construcción vive momentos muy malos: La pérdida de más de 23.000 empleos registrada en este segundo trimestre, no tiene parangón en la EPA. Sólo existe otro segundo trimestre con pérdida de empleo en este sector, el del año 1978 en el que se destruyeron algo más de 6.000 empleos. En definitiva, la muchas veces anunciada recuperación del sector de la construcción no parece que por el momento sea tal, al menos en lo que respecta al empleo.

En relación al sector servicios, hay que señalar que, si bien en un contexto general de crisis profunda en el resto de sectores, el aumento en algo más de 44.000 en el número de empleados registrado en este trimestre es positivo, dicho aumento ha sido el menor registrado en un segundo trimestre desde el año 1984 (véase el Gráfico núm. 4). Además, en términos interanuales, la pérdida de 127.000 empleos es, para el sector servicios, la mayor conocida.

El análisis conjunto del empleo no agrícola permite confirmar la gravedad de la crisis de empleo que vive la economía española. A la luz del Gráfico núm. 5, en el que se ilustra la evolución del empleo no agrícola en los segundos trimestres del año, queda claro que el dato de la última EPA no ha sido nada favorable.

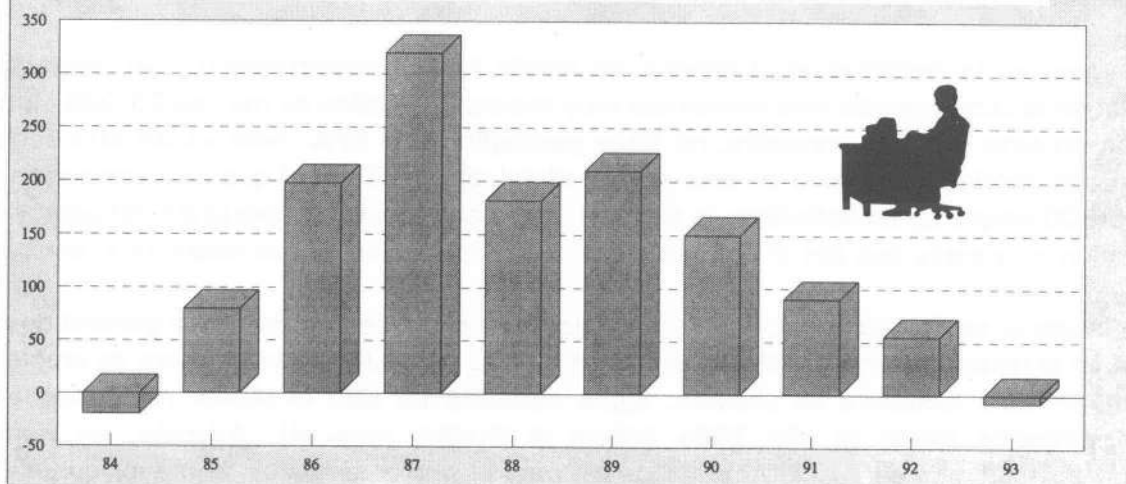
### GRAFICO NUM. 4

VARIACION DE LA OCUPACION EN EL SEGUNDO TRIMESTRE POR SECTORES  
(Miles de personas)



### GRAFICO NUM. 5

VARIACION DE LA OCUPACION NO AGRICOLA EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DEL AÑO  
(Miles de personas)



**Las nuevas previsiones.**

En la Cuadro núm. 2 se muestran las nuevas previsiones para fin de año, mostrándose también la modificación que en las mismas se ha producido tras conocerse el último dato de la EPA. De acuerdo con ellas, en sector en el que más se perderán empleos será el industrial, en el que se espera una caída de 258.000 empleos (ver Gráfico núm. 6). En la construcción, la caída puede alcanzar los 138.200 empleos (ver Gráfico núm. 6), mientras que en los servicios la pérdida será sensiblemente menor (91.100). La evolución de estos tres sectores, unida a la del sector agrícola, configurararán una destrucción global del empleo en algo más de 547.000 empleos. De confirmarse las previsiones, 1993 será el segundo año consecutivo de destrucción de empleo en todos los sectores.

CUADRO NUM. 2  
PREVISIONES PARA FINALES DE 1993  
(En miles de personas)

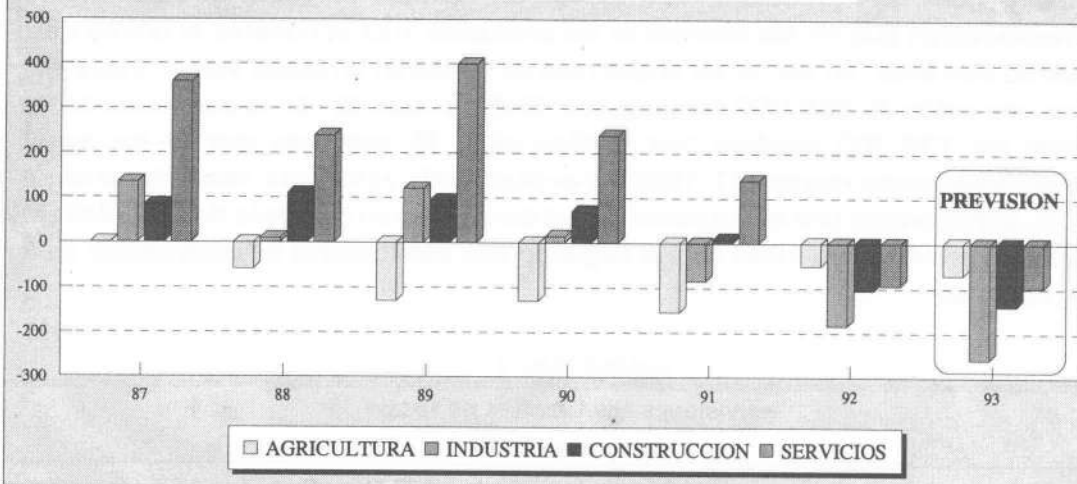
	Dato IV/92 (1)	Antes del dato II/93 (2)	Después del dato II/93 (3)	Variación anual (3)-(1)
OCUPADOS .....	12.145,9	11.629,2	11.598,4	-547,5
Asalariados .....	8.922,4	8.626,2	8.574,4	-348,0
ACTIVOS .....	15.193,1	15.287,5	15.325,0	131,9
PARADOS .....	3.047,1	3.658,3	3.726,6	679,4
OCUPADOS				
Agricultura .....	1.230,3	1.166,5	1.170,6	-59,7
Industria .....	2.700,8	2.396,5	2.442,3	-258,5
Construcción .....	1.164,4	1.064,4	1.026,2	-138,2
Servicios .....	7.050,4	7.001,8	6.959,3	-91,1
TASA DE PARO .....	20,1%	23,9%	24,3%	

La población activa aumentará en 131.900 personas (véase el Gráfico núm. 7). De este modo, previsiblemente a fines de 1993 el número de parados se situará en 3.726.600 y la tasa de paro en el 24,3%.

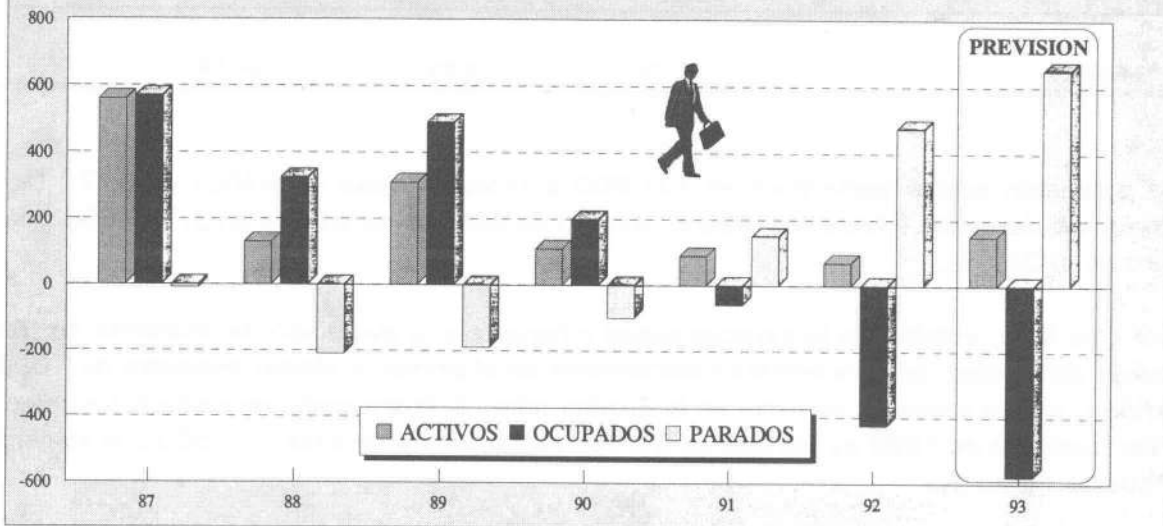
Por otro lado, y debido a la estacionalidad inherente a la evolución del mercado de trabajo, la pérdida de empleo se concentrará básicamente en el primer y último trimestre de 1993. De este modo, y tal y como se muestra en la Cuadro núm. 3, la previsión de caída del empleo para el tercer trimestre de 1993 es tan sólo de 56.700 personas frente a las 212.500 que se perderán en el cuarto trimestre.

El escenario descrito es el más previsible en base a la información que proporcionan los últimos datos de la EPA. A pesar de ello, es posible que en los próximos meses asistamos a una modificación del contexto económico y social de España, que de confirmarse conducirían a una revisión de las previsiones anteriores. En concreto elementos como la posible consecución de un acuerdo político y social que permita afrontar la reducción del déficit público y la reforma del mercado de trabajo, la confirmación de que las devaluaciones de la peseta han generado un buen año turístico, o la posible recuperación de otras economías, podrían modificar positivamente la actual evolución de las magnitudes agregadas del mercado de trabajo español.

**GRAFICO NUM. 6**  
**VARIACION ANUAL DE LA OCUPACION SECTORIAL**  
 (Miles de personas)



**GRAFICO NUM. 7**  
**VARIACION ANUAL**  
 (Miles de personas)





CUADRO NUM. 3

PREVISIONES PARA 3° TRIMESTRE DE 1993

(En miles de personas)

	Dato II/93 (1)	Previsión III/93 (2)	Variación trimestral (2)-(1)
OCUPADOS .....	11.867,6	11.810,9	-56,7
Asalariados .....	8.699,8	8.675,2	-24,6
ACTIVOS .....	15.264,3	15.344,9	80,6
PARADOS .....	3.396,7	3.534,0	137,3
OCUPADOS			
Agricultura .....	1.211,6	1.170,6	-16,3
Industria .....	2.556,9	2.484,0	-72,7
Construcción .....	1.100,7	1.075,4	-25,3
Servicios .....	6.998,5	7.056,2	57,7
TASA DE PARO .....	22,3%	23,0%	

**PRESUPUESTO Y DEMOCRACIA:  
LA RESPUESTA DEL GASTO PUBLICO A LAS EXPECTATIVAS CIUDADANAS**

---

*Francisco Alvira Martín  
José García López*

**L**a relación entre problemas sociales, programa de gasto público e impuestos en cualquier país es poco discutible. Las cifras y la estructura del presupuesto de gastos es fiel testigo de la política de los gobiernos. Esta interrelación entre presupuestos y sociedad es intensa en los países de la CE, por la profunda huella del paradigma socialdemócrata-keynesiano vigente con mayor y menor intensidad en ellos durante las últimas cuatro décadas<sup>(1)</sup>.

Según los principios sociales dominantes en los países europeos occidentales de mayor peso, la economía debe buscar un cierto grado de igualitarismo en el reparto de la riqueza y aceptar al mercado como asignador de recursos con limitaciones. La traducción de esta filosofía política al campo del gasto público conduce a unas determinadas metas sociales: la educación, la sanidad, el mantenimiento de una cierta seguridad económica, la vivienda o el transporte no deben quedar exclusivamente en el mercado a disposición de los consumidores con suficiente capacidad para pagarlos. La utilización o consumo de esos servicios deben responder también a criterios de necesidad y nadie debe quedar excluido de ellos por falta de capacidad de pago. El criterio de necesidad completa así al de capacidad de pago; pero para desarrollar estas ideas sobre universalización de los servicios de educación, sanidad y pensiones o seguridad económica, se necesita un sector público fuerte o lo que es prácticamente igual: un gasto público elevado.

Al observar el comportamiento del gasto público como porcentaje del PIB en los países más industrializados durante los últimos treinta años se comprueba su fuerte aumento en todos los países coincidiendo con los principios sociales enunciados.

Al comienzo de los 90, en la CE, el sector de economía pública se reparte el PIB nacional prácticamente en partes iguales con el sector privado. (Ver cuadro núm. 1). No es así en las otras dos grandes zonas de prosperidad económica: Japón y EE.UU.

De este modo y en atención a la proporción de la economía nacional dependiente del Presupuesto es posible clasificar los países industrializados en dos grandes grupos: 1º) países con una proporción del gasto público igual o superior al 40% del PIB y 2º) países con un porcentaje menor. En el primero, prácticamente están incluidos todos los países de la CE, en el segundo, Estados Unidos y Japón.

Si se examina la estructura de los gastos públicos según la proporción en el PIB de las funciones de bienes preferentes (sanidad, educación, vivienda...) y transferencias para

---

(1) En este marco, España muestra un amplio consenso, 61% de los españoles, (Encuesta CIS Junio 93. Pregunta nº. 5) sobre la responsabilidad del Gobierno en el bienestar económico de los ciudadanos.

mantenimiento de los ingresos familiares, se observa que las diferencias en el tamaño del gasto público entre Estados Unidos y Japón por una parte y los países de la CE por otra se explica, en buena parte, por la importancia presupuestaria del Estado del Bienestar en Europa. Mientras en Estados Unidos y Japón el gasto en bienes preferentes, pensiones, subsidios representan entre un 14 y 18% del PIB respectivamente, en los países de la CE esos porcentajes se mueven entre un 23% del Reino Unido y un 30% de los Países Bajos y Dinamarca.

CUADRO NUM. 1

EVOLUCION DEL GASTO PUBLICO EN LA OCDE 1960/90						
GASTO PUBLICO EN % PIB						
	Gasto público en % del PIB			Evolución (ICE)		
	1960	1975	1990	1960/75	1975/90	1960/90
Alemania . . . . .	32,3	48,9	42,6	204	(69)	138
EE.UU. . . . .	27,0	34,6	35,5	123	13	136
Francia . . . . .	34,6	43,5	46,2	114	30	144
Italia . . . . .	30,1	43,2	48,1	177	53	230
Reino Unido . . . . .	32,3	46,3	38,1	178	(97)	82
Canadá . . . . .	28,9	40,1	44,0	162	46	207
Japón . . . . .	18,3	27,3	26,2	197	(20)	177
Bélgica . . . . .	30,3	44,5	53,1	191	88	273
Dinamarca . . . . .	24,8	48,2	56,5	321	79	390
Grecia . . . . .	17,4	26,7	50,9	211	312	490
Irlanda . . . . .	28,0	46,5	41,8	248	(53)	198
Países Bajos . . . . .	33,7	52,8	51,7	221	(11)	211
Portugal . . . . .	17,0	30,3	39,4	281	131	397
España . . . . .	18,8	24,7	41,1	135	249	372

ICE: Índice de cambio estructural.  
Fuente: Cuentas del Sector Público OCDE.

En 1990, España con un 23% se sitúa en el grupo de países que han asumido un modelo de crecimiento económico con unas amplias redes de protección para los menos favorecidos por el mercado.

CUADRO NUM. 2

DIFERENCIA EN LA DINAMICA DEL GASTO PUBLICO					
GASTO PUBLICO EN % PIB					
	Gasto público en % PIB			Variación del gasto público en % PIB	
	1960	1975	1990	1960/75	1975/90
8 países de la CE	30,8	46,7	47,2	15,9	0,5
3 países de la CE	17,7	27,7	43,8	10,0	16,1
Diferencia de la CE	23,1	19,0	3,4	5,9	(15,6)

Fuente: Elaboración propia.

Una diferencia interesante entre los países miembros de la CE reside en el período de realización de ese Estado del Bienestar. Los ocho países comunitarios de más peso económico (con la excepción de Irlanda, incluida en este grupo) habían alcanzado un sector público fuerte antes de 1960. El proceso de formación de su Estado del Bienestar se inició en los años cincuenta, después de la reconstrucción de sus infraestructuras con la ayuda del Plan Marshall. Entre 1960 y 1975, el gasto público de estos países avanzó cerca de 16 puntos, y la diferencia con España era de 22 puntos del PIB a mediados de los años 70. La situación relativa del gasto público español con el porcentaje medio de los seis primeros miembros comunitarios y el Reino Unido e Irlanda, incluso empeoró dos puntos en esos quince años.

El tópico de un sector privado expansivo y un sector público deficitario: "nuevos automóviles sobre viejas carreteras" se cumplía en la España de principios de los setenta: "nuestro nivel de gasto público total es reducido y tomando en consideración la estructura económica, la estructura financiera comunitaria se inclinaría por una elección más vigorosa de los gastos públicos que los decididos por la Hacienda española y que reforzaría a determinadas líneas de gasto (enseñanza, sanidad, vivienda, defensa ("E. Fuentes Quintana 1975, pág. 157"). La discrepancia en el gasto público español con los de los países europeos recogían las diferencias en las metas sociales de los regímenes políticos en unos y otros países en aquellos años.

Entre 1975 y 1990, el gasto público medio apenas varía en los países más desarrollados de la CE; las tasas de cobertura de la demanda de bienestar social alcanzado eran suficientemente altas para justificar un freno a la tendencia de los años anteriores. Por otra parte, empezaban a oírse voces contrarias a un indefinido crecimiento del gasto público y ciertos efectos "perversos" comenzaban a vislumbrarse. Y es en este período cuando el gasto público español experimenta el mayor impulso para situarse en porcentajes del PIB próximos a la media comunitaria.

El reciente crecimiento del gasto público español ha ido acompañado de algunas características importantes: insuficiencia de los ingresos públicos; creciente coste de la deuda viva; protagonismo de los gastos del Estado del Bienestar; creciente dependencia familiar de la política presupuestaria y aspiraciones insatisfechas de una población que toma como referencia los servicios públicos de países más ricos.

1ª) A pesar del fuerte aumento de la presión fiscal, entre 1975 y 1990, todos los ejercicios han tenido **déficit**. El primer año del período se saldó prácticamente con un equilibrio entre ingresos y gastos. En el transcurso de los dieciséis años siguientes todos se cierran con déficit, aunque se distinguen tres períodos claramente diferenciados por el tamaño del mismo. En el primero de ellos, 1975 a 1985, la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas aumenta de cero en 1975 a siete puntos del PIB en 1985. Este ejercicio se cierra con el mayor déficit anual de la serie. Al período de expansión económica de 1985 a 1990, le acompaña una fuerte tendencia decreciente del déficit hasta 1989 con un 2,8% del mismo sobre el PIB. A partir de este año, con el estancamiento primero y la recesión posterior de la economía se registra una nueva aceleración del déficit que en 1991 alcanza un 5% del PIB.

La resistencia del déficit a desaparecer, incluso en los años de expansión, es un dato de la Hacienda democrática que merece destacarse porque apunta directamente a la insuficiencia recaudatoria del sistema tributario y limita la demanda de servicios públicos.

2ª) Como consecuencia de los continuos déficit, el **endeudamiento** del sector de las Administraciones Públicas era del 44,4% del PIB en 1991. Al Estado le corresponde una deuda equivalente al 36,7% del PIB, a las Administraciones Territoriales un 6,8% del PIB a la Seguridad

Social un 1% del PIB. La carga presupuestaria en intereses efectivos satisfechos durante el año 1991 por la deuda viva absorbió el 4% del PIB, un porcentaje superior a los recursos empleados en educación.

La deuda viva española no es comparativamente excesiva. El endeudamiento medio de las Administraciones Públicas de los países comunitarios es superior al español, 57,6% del PIB en 1991. España con su 44,4% ocupa un puesto relativamente favorable en el marco de la CE; pero la característica más peligrosa es, sin duda, la rapidez del aumento de la deuda española, particularmente la de sus Administraciones Territoriales. En 1975, esta magnitud representaba poco más del 13% del PIB; en 1991, el 44,4% del PIB. La carga por intereses ha ido representando en consecuencia, un peso cada vez mayor en los empleos del presupuesto y resta una proporción creciente de recursos a los otros empleos del gasto público. Además, la demanda pública de ahorro para financiar la deuda aumenta el precio de la misma y compite con las inversiones privadas encareciendo los tipos de interés.

CUADRO NUM. 3

ESTRUCTURA DE GASTOS PUBLICOS EN ESPAÑA				
EN % PIB				
	Gasto público en % del PIB		Δ en índice	
	1975	1991	% PIB	en ICE(*)
<b>Total gastos</b>	24,9	45,1	20,2	289
<b>I Esfera tradicional</b>	4,6	6,2	1,6	148
(Defensa, servicios públicos generales)				
<b>II Estado de Bienestar</b>				
<b>I Bienes preferentes</b>	6,9	11,8	4,9	262
(educación, sanidad, vivienda)				
<b>2 Prestaciones sociales</b>	9,2	15,7	6,5	261
(pensiones, desempleo)				
<b>III Economía mixta</b>	3,7	7,4	3,7	333
(formación a transferencia capitales subvenciones)				
<b>IV Intereses deuda</b>	0,5	4,0	3,5	778

(\*) ICE = Índice de cambio estructural =  $[(V_{91} - V_{75}) / (V_{91} + V_{75})] 1000$

Si un crecimiento del gasto superior al de los ingresos ha sido la pauta seguida durante los años de crecimiento económico; en los ejercicios de estancamiento o, incluso, con crecimiento negativo del PIB y descenso de las bases imponibles, la tendencia del déficit puede conducir hacia niveles de deuda muy gravosos dadas las condiciones del mercado de capitales. El servicio de la deuda será cada año un motivo de preocupante atención para la Hacienda española y el Banco de España.

3º) El aumento de los **gastos del Estado del Bienestar** explica más de la mitad, un 57% del aumento del gasto público. La cobertura social a la caída de los ingresos familiares por jubilación o paro ha tenido un crecimiento sostenido e importante durante los últimos quince años. Algunas cifras dan idea del esfuerzo presupuestario para alcanzar niveles de protección parecidos a los de los países del entorno. Los pensionistas, de uno y otro tipo, eran 6.347.973 individuos y los perceptores de prestaciones por desempleo 1.704.710 individuos en 1992. Las prestaciones a

una parte tan amplia de la población española han mejorado en cuantía y cobertura en estos años; pero su financiación se hace cada día más difícil. El avance más importante respecto al desempleo ha sido una creciente cobertura de los parados registrados en el INEM, 62% en 1992. En relación a las personas de más edad, el esfuerzo presupuestario se ha dirigido a la aproximación de las pensiones mínimas de jubilación, al salario mínimo interprofesional, 94,2% del mismo en 1992, y a la universalización de algún tipo de protección económica para quienes no son beneficiarios de pensiones contributivas. El aumento del número de beneficiarios y las mejores prestaciones están detrás de los 6,5 puntos del PIB que han crecido los gastos de transferencia a estos grupos. Pero el avance de las prestaciones hacia el sector de la población más necesitado se ha producido sin aumentar el número de trabajadores con empleo (ver cuadro núm. 4).

CUADRO NUM. 4

SITUACION LABORAL DE LA POBLACION ESPAÑOLA				
1977/1992				
Año	Ocupados	Parados	Pensionistas	Indice
	(1)	(2)	(3)	
1977	12.240	682	3.592	2,9
1985	10.571	2.971	5.256	1,3
1989	12.258	2.560	6.023	1,4
1990	12.579	2.441	6.187	1,5
1991	12.609	2.474	6.353	1,4
1992	12.366	2.789	6.385	1,3
1993	12.366	2.789	6.385	1,3

En miles.  
Fuente: EPA. INI.

En 1977 por cada pensionista o desempleado había 2,9 personas ocupadas. En 1992, la relación era de un parado o pensionista por 1,3 personas ocupadas.

El aumento más importante del grado de dependencia tiene lugar entre 1985 y 1990 para volver a retroceder el número de ocupados por parados y pensionistas en los últimos ejercicios. Si estos datos se examinan desde el lado de los ingresos públicos es posible inferir que a comienzos de la nueva década la solidaridad fiscal se distribuye entre menos ocupados para más parados y pensionistas. Al examinar los tres grupos citados se observa que el número de los ocupados apenas ha aumentado en quince años. Se produce una pérdida de más de 1.600.000 ocupados entre 1977 y 1985 y la recuperación económica de 1985 a 1990 consiguió sólo un aumento de 340.000 ocupados en trece años (1977/1990). En 1992 los ocupados son sólo un 1% más que los del año 1977. Del lado de los pensionistas, el aumento total ha sido de 2.793.000 individuos; un 78% respecto a su situación en 1977. El aumento medio anual ha sido de unos 186.000 pensionistas y el tamaño de las cohortes nacidas entre 1929 y 1933<sup>(2)</sup> con 2.190.000 individuos vivos de ambos sexos en 1992, dejan pocas dudas del efecto demográfico futuro sobre el índice de dependencia utilizado en los próximos cinco años. La relación entre parados y ocupados se muestra como la clave para mejorar ese índice, ya que los datos demográficos están echados al aplicar las correspondientes tablas de mortalidad a las cohortes

(2) Según los datos del censo de población por cohortes de 1991.

entre 60 y 65 años; pero la historia económica de los últimos quince años no proporciona razones fundadas para el optimismo respecto al empleo.

CUADRO NUM. 5

DISTRIBUCION DE LOS OCUPADOS 1978/1992 (10 <sup>3</sup> )				
Ejercicio	Empresarios		Asalariados (1)	
	Autónomos	Total	Sector público	Sector privado
1978	2.521	9.398	1.434	7.964
1985	2.455	8.116	1.789	6.327
1989	2.616	9.642	2.000	7.642
1990	2.603	9.976	2.101	7.875
1991	2.565	10.044	2.149	7.895
1992	2.583	9.783	2.110	7.673
1993	2.439 (p)	9.429 (p)	2.168 (p)	7.309 (p)

Fuente EPA. INE.  
(1) Asalariados del sector privado incluye "ayuda familiar".

La incapacidad del sector privado para generar empleo suficiente para satisfacer la demanda por parte de los trabajadores ha sido una característica importante de la economía española. Si del pequeño aumento de los asalariados entre 1977 y 1992, se deducen los nuevos empleos provenientes del sector público, 734.000 entre 1978 y 1993 se obtiene un resultado negativo para el sector privado. Como se observa en el cuadro núm. 5 el número de empresarios y autónomos disminuye ligeramente, 3% y los asalariados privados retroceden un 8%. No parece desacertado sostener que el empleo asalariado total se ha mantenido por el papel de las Administraciones Públicas como empleador.

Varias son las razones para el aumento del empleo público:

a) A la expansión del gasto público le ha acompañado -como no podía menos de suceder- un crecimiento del empleo público. Es obvio, aunque en ocasiones la opinión pública no lo admita, que más servicios en educación, sanidad, seguridad ciudadana... implica mayor número de empleados públicos para prestarlos. Además, la introducción de tecnologías ahorradoras de mano de obra es más difícil en los servicios públicos.

b) Tampoco puede ocultarse una posible influencia de la escasez de empleo privado a la hora de ofrecer empleo público a los jóvenes para atenuar los problemas del paro en este colectivo.

c) El cambio en la distribución institucional del consumo público (remuneración de asalariados, compras netas y consumo de capital fijo) a favor de las Administraciones Territoriales, sobre todo, de las Comunidades Autónomas ha debido impulsar la formación de una burocracia propia y seleccionada por los gobiernos de estos subsectores más que de un simple trasvase de empleados de la Administración Central a las Comunidades.

CUADRO NUM. 6

ORIGEN DE LAS RENTAS FAMILIARES							
Año	SECTOR PRIVADO			SECTOR PUBLICO			INDICE
	Empres. autónom.	Asalar.	Total	Emplead. s. públic.	Percep. Transf.	Total	3 (7 = ---- )
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	6
1978 . . . . .	2.521	7.964	10.485	1.434	4.012	5.446	1,93
1992 . . . . .	2.583	7.673	10.256	2.112	7.973	10.085	1,01
1993 . . . . .	2.439	7.309	9.748	2.168	8.000	10.168	0,96
					(p)	(p)	

(5) Perceptores de transferencias públicas: pensionistas y desempleados.

4º) El aumento de los empleados públicos, la mayor cobertura del subsidio del paro y el crecimiento de la población pensionistas han cambiado radicalmente el **centro de dependencia económica de los españoles**. En 1978, de cada tres individuos, dos percibían sus rentas de trabajo del sector privado y uno del Presupuesto, bien como activo (empleado público) o como jubilado o desempleado. En 1993 la relación es escasamente de una persona del sector privado por cada uno del sector público. Leídos los datos del cuadro núm. 6 desde el lado del Presupuesto, nunca tantos españoles han dependido directamente tanto de las decisiones presupuestarias.

Es obvio, que prácticamente todos los ciudadanos contribuyen con sus impuestos directos e indirectos a sostener el presupuesto de ingresos y, en este aspecto, las diferencias entre 1978 y 1992 son cuantitativas. Pagar más o menos. Desde el lado del gasto, las diferencias son más sustanciales. Las graves consecuencias sociales derivadas de la incapacidad del sistema productivo español de generar empleo suficiente para dar respuesta a la oferta de trabajo se han aminorado o retardado, por unas acciones presupuestarias: subsidio de desempleo y empleo público. A los problemas económicos derivados de una estructura demográfica de la población española en un proceso de envejecimiento, la respuesta presupuestaria tendente hacia la universalización de la protección social y la mejora de las pensiones mínimas ha sido muy generosa. Achacar al gasto público de insolidario con los sectores menos protegidos de la sociedad: jubilados y parados durante estos años es inadecuado porque no responde a la realidad de los datos y, sobre todo, a la tendencia de las cifras. Contrariamente a lo expuesto por algunos agente sociales, el problema es más bien de como sostener la política presupuestaria para que responda a la demanda pública de protección que las encuestas recogen: un 48% cree que se gastan poco en pensiones frente a sólo un 7% que demasiado. La subordinación del Presupuesto a alcanzar un Estado del Bienestar suficiente y la nueva distribución de las competencias del gasto a favor de una mayor presencia de las Comunidades Autónomas han estado detrás del aumento del gasto público.

A pesar del fuerte aumento del gasto público en la dirección expuesta, sólo un 16% de españoles percibe unos servicios públicos iguales o mejores que los comunitarios frente a un 41% que los consideran peores. Esta crítica se apoya en un fuerte crecimiento de las expectativas de bienestar de los españoles. Y como en otras ocasiones, la "voz de la calle" tiene sus razones; aunque pocos intentan explicar la "sin razón" de sus "razones".



CUADRO NUM. 7

GASTO PUBLICO POR PERSONA EN UNIDADES DE PODER DE COMPRA 1990			
	GP/PIB	PPAp (*)	Indice PPA por puntos
5.- Dinamarca . . . . .	56,5	9.681	171
7.- Holanda . . . . .	51,7	8.725	169
6.- Bélgica . . . . .	53,1	9.028	170
3.- Italia . . . . .	48,1	8.508	176
1.- Alemania . . . . .	42,6	8.278	197
2.- Francia . . . . .	46,2	8.679	188
4.- Reino Unido . . . . .	38,1	6.690	175
10.- Portugal . . . . .	39,4	3.570	91
9.- Irlanda . . . . .	41,8	4.144	99
11.- Grecia . . . . .	50,9	3.728	73
8.- España . . . . .	43,3	4.907	113

(1) Gasto público por persona en unidades de poder de compra en Base de datos del S.P. y CN de OCDE/PUMA Gestión Pública; Profiles 1992 pág. 365. Unidad de paridad de poder de compra (PPA), es un índice internacional de precios que considera el tipo en que una moneda debería cambiarse por un dólar para comprar una cesta equivalente de bienes y servicios entre el país y EE.UU. Valores del año 1989.

5º) Evaluar la oferta de bienes y servicios públicos exclusivamente por la relación entre el gasto público y el PIB sin atender a las cantidades absolutas de dinero puede llevar a conclusiones erróneas sobre el grado de cobertura de su demanda. Los resultados de las encuestas al ofrecer un grado alto de frustración de la opinión pública española sobre unos servicios públicos peores que los europeos, coincide en el tiempo, con una tendencia del gasto público español a crecer a un ritmo muy elevado. En 1979, los empleos no financieros de las Administraciones Públicas representaban el 31,2% del PIB, en 1991 han alcanzado un 45% del PIB. Sólo el gasto público de Grecia ha registrado un aumento de su porcentaje sobre el PIB superior al español en la CE.

A pesar de haber alcanzado un porcentaje sobre el PIB parecido al de los países europeos, el gasto público español es todavía insuficiente para proporcionar una cobertura financiera a la amplitud y calidad de los servicios y bienes públicos que la mayoría de españoles demanda, sin considerar su coste o, siguiendo a Bastiat, creyendo que el Estado es "la gran entidad ficticia en virtud de la cual todos tratan de vivir a costa de los demás". Como resultado de esta presión social, el esfuerzo fiscal de la sociedad española ha sido muy importante y ocupa el primer puesto dentro de la CE; pero ha sido incapaz de financiar la totalidad de los gastos públicos. La consecuencia ha sido un crecimiento del endeudamiento público a una tasa media de 2,3 puntos anuales desde 1979, y alcanzar un saldo vivo de la deuda pública en circulación a finales de 1991 del 44,4% del PIB, a pesar del sensible incremento de la presión fiscal.

Gastar en unos programas menos deseados o gestionar ineficazmente constituyen algunos de los argumentos recogidos en las encuestas para explicar el aumento del gasto que no ha tenido una directa traducción en la mejora de la opinión pública. Sin entrar en la mayor o menor veracidad de estos argumentos populares, hay unas causas importantes para justificar la percepción de diferencias sustanciales entre los servicios públicos de los países más desarrollados de la CE y los de España. En el año 1990, las Administraciones Públicas ofrecieron servicios o

bienes públicos por 550.345 pts. a cada español, equivalente a 4.907 PPA con una ratio de 43,3 de porcentaje respecto al PIB. Para el mismo ejercicio y con una ratio 42,5%, Alemania podía ofrecer 8.378 PPA de servicios públicos a cada ciudadano. Con un tamaño del sector público relativamente un poco más pequeño, el alemán disponía de un paquete de servicios y bienes públicos más valioso que el español. En la tercera columna del cuadro núm. 7 figuran ordenados los países comunitarios según las unidades de PPA per cápita por cada punto de la ratio gasto público/PIB nacional. Los más ricos ocupan los primeros lugares de la relación. No podía ser de otra forma. De algún modo, el cuadro señala una obviedad: en términos coloquiales, los países más ricos para un sacrificio individual de sus ciudadanos igual al de los países más pobres de la Comunidad disponen de más dinero, para los servicios públicos.

Si el coste por unidad de bien o servicio público es sensiblemente igual en España y en Alemania, el ciudadano medio español percibirá que su "cesta" de bienes y servicios públicos es peor que la del alemán, exactamente en un 26%, porque los españoles somos más pobres que los alemanes en esa proporción. Si el español aspira a disfrutar de las autopistas alemanas y a tener sus servicios sanitarios o educativos, tendría que pagar 8.378 PPA y nuestro gasto público supondría el 74% del PIB. En el marco social actual, tal hipótesis es simplemente imposible.

En quince años, el esfuerzo presupuestario para responder a la demanda de bienestar social ha sido muy alto en España. El gasto público ha tenido que enfrentarse a un excedente de oferta de trabajo, a causa de cambios intensos en el sector productivo; a un aumento relativo de la población de más de 65 años y a crecientes expectativas de bienestar que tiene como referencia modelos de vida de sociedades mucho más ricas de nuestro entorno geográfico. El resultado ha sido un aumento de la dependencia económica de la sociedad respecto al Presupuesto del Sector Público y a graves problemas para financiar la expansión del gasto público.

# **ECONOMIA INTERNACIONAL**



## PERSPECTIVAS TRAS LA CRISIS DEL S.M.E.

---

*Juan Pérez-Campanero*

"My function in the financial markets is that of a critic and my critical judgements are expressed by my decisions to buy and sell.

(...) Basically, all investors are doing what I am doing. I'm doing it more to the point."

Entrevista con George Soros "The man who broke the Bank of England"  
*Financial Times*, 2-3 enero, 1993.

"Si bien el gravamen propuesto daría una mayor autonomía a las autoridades macroeconómicas nacionales, en modo alguno les permitiría ignorar las repercusiones internacionales de sus actuaciones".

**James Tobin.**

"Grávense los especuladores"

*Financial Times*, 22 diciembre 1992.

(reproducido en *Papeles de Economía Española* nº 54).

**E**n esta nota se aborda la discusión de la crisis del SME. En la primera sección se recuerdan brevemente los hitos principales de la historia monetaria de los dos últimos años, bien conocida para muchos. En la segunda sección se analizan los elementos de esta crisis. En la tercera se examinan las opciones abiertas y se ponderan sus pros y sus contras. En la sección cuarta se extraen algunas conclusiones, y se resalta la aparente paradoja de que sólo ahora que se ha perdido el supuesto elemento de "credibilidad" ligado al vínculo al SME, se estén empezando a acometer en distintos países (entre ellos España) reformas estructurales que se habían pospuesto durante años.

### 1. LA AGONIA Y EL EXTASIS.

El cambio de perspectivas en el proceso de integración europea no ha podido ser más dramático en el último año y medio. En febrero de 1992 los ministros de asuntos exteriores y de hacienda de la CE firmaban en Maastricht el Tratado sobre la Unión Europea. En ese momento se cumplían 61 meses continuados de ausencia de realineamientos en el Sistema Monetario Europeo (SME), y su papel quedaba aún más reforzado cuando una nueva moneda, el escudo portugués, se incorporaba al mecanismo de cambios dos meses después. Un poco después, en junio, se cumplían dos años de la liberalización de movimientos de capital en la CE, un movimiento sin precedentes. Tan halagüeñas eran las perspectivas, que España y Portugal adelantaron el calendario de liberalización sobre el período transitorio previsto.

Pero todo empezó a marchar mal en junio de 1992. De forma relativamente inesperada, el Tratado de Unión Europea fue rechazado en referéndum en Dinamarca por un estrecho margen,

creando serias dudas sobre la viabilidad del proceso de unidad europea. La convocatoria no anticipada de un referéndum en Francia dio lugar a la publicación de encuestas de opinión que dejaban abierta la posibilidad de un rechazo también en Francia, lo que aumentó aún más el nerviosismo de los mercados, al perder verosimilitud por primera vez el escenario de convergencia y progreso uniforme en la unión monetaria. Al tiempo, durante el verano del 92 la reducción continuada de tipos de interés en Estados Unidos (con el propósito de estimular una economía en recesión) se vio acompañada por la subida de los tipos de interés en Alemania (para limitar la absorción y contener los efectos inflacionistas de la reunificación) debilitando el dólar y creando presiones apreciadoras sobre el marco.

Como es bien sabido, en septiembre de 1992 se abrió una crisis profunda del SME que ha tardado un año en cerrarse. Los episodios de esta crisis se recogen en el Cuadro núm. 1. La primera manifestación de la crisis, quizá la más dramática, se produce en septiembre de 1992. Unos días después del abandono del compromiso unilateral de fijación del marco finlandés respecto al ECU, la libra esterlina y la lira abandonan el mecanismo de cambios, tras un intento fútil de defender la paridad agotando las reservas internacionales con intervenciones en los mercados de divisas. Al mismo tiempo, la peseta se devalúa un 6% y los gobiernos y bancos centrales de Francia y Alemania emiten un comunicado conjunto en defensa de la paridad del franco. Las tensiones especulativas continuarían, y en noviembre se produjo la desvinculación con el ECU de las restantes monedas escandinavas fuera del SME y un realineamiento de las paridades de la monedas ibéricas. En enero y febrero del 93 se recrudecen los ataques especulativos contra el franco francés, que resiste con el apoyo alemán. Aún se producen nuevos realineamientos de la libra irlandesa en febrero y las monedas ibéricas en mayo, pero no afectan con carácter general al sistema en sí, sino que se deben a problemas específicos de los países involucrados. No obstante, las tensiones no abaten en ningún momento, y periódicamente se recrudecen, hasta que, tras una tormentosa sesión del Comité Monetario de la CE, los márgenes de fluctuación bilaterales son ampliados al  $\pm 15\%$  para todas las monedas excepto para el marco alemán y el florín holandés, que mantienen los márgenes normales. Ello equivale al abandono "de facto" de la fijación de los tipos de cambio, pues un margen de fluctuación del 30% es equivalente en cuanto a las posibilidades de variabilidad cambiaria a una flotación de las monedas.

CUADRO NUM. 1

	PRIMERA CRISIS SISTEMATICA			SEGUNDA CRISIS SISTEMATICA			CRISIS IDIOSINCRATICAS	
	8 Sep	13 Sep	17 Sep	19 Nov	22 Nov	10 Dic	1 Feb	13 May
<b>Miembros del SME</b>								
Italia . . . . .		-7%	flotación					
Reino Unido . . . . .			flotación					
España . . . . .			-5%		-6%			-8%
Portugal . . . . .					-6%			6,5%
Irlanda . . . . .							10%	
<b>No miembros del SME</b>								
Finlandia . . . . .	flotación							
Suecia . . . . .				flotación				
Noruega . . . . .						flotación		

La CRISIS FINAL se produce el 2 de Agosto, cuando FRANCIA, DINAMARCA, BELGICA, IRLANDA, ESPAÑA y PORTUGAL, amplían márgenes de fluctuación respecto al marco hasta un  $\pm 15\%$

## 2. ANALIZANDO LA CRISIS.

La manifestación de la crisis no es sino el reflejo de la imposibilidad teórica de mantener al mismo tiempo tipos de cambio fijos, libertad de movimientos de capital y políticas económicas descoordinadas. Lo que de verdad sorprende a los economistas teóricos no es la crisis en sí, sino que haya tardado tanto tiempo en producirse<sup>(1)</sup>. Los tipos de cambio fijos se introdujeron en 1979, aunque la cristalización efectiva de las paridades era un hecho desde 1987. La libertad de movimientos de capital se introdujo en 1990. Aunque la descoordinación de las políticas económicas nacionales siempre se produjo en cierta medida, el problema se agravó de forma patente cuando los efectos económicos de la reunificación alemana tuvieron como consecuencia una manifiesta divergencia en la evolución económica de ese país respecto al resto de países miembros, y en la políticas económicas que las distintas situaciones demandaban.

El análisis habitual de libro de texto explica claramente cómo la expansión fiscal que acompañó a la reunificación demanda una apreciación del tipo de cambio real. Esta apreciación puede conseguirse de varias maneras, con un ajuste del tipo de cambio nominal, con un ajuste de los precios relativos (inflación en Alemania más alta que en los otros países) o con combinaciones intermedias. La obstinación de los otros países participantes impidió elegir la vía menos costosa, la de una revaluación del marco frente a las otras monedas. Las políticas monetarias de los distintos países no pueden ser independientes en un sistema de tipos de cambio fijos. Dado el compromiso antiinflacionista del Bundesbank, el sesgo deflacionista para el resto de Europa estaba servido<sup>(2)</sup>.

La divergencia en los comportamientos económicos sobrevenida tras la reunificación alemana queda bien ilustrada en los gráficos núm. 1 y 2. Mientras que la tasa de paro en Alemania sólo recientemente se ha elevado por encima de su nivel promedio durante la década de los 80, en el resto de Europa se ha situado por encima de este nivel medio a largo plazo desde hace varios trimestres, y comenzó a elevarse de forma significativa a final de 1990, un año antes que en Alemania. La divergencia en el comportamiento de los precios es aún más llamativa. Desde 1991 el comportamiento de la inflación en Alemania y el resto de Europa comienza claramente a diverger, y frente a una inflación en aumento en Alemania encontramos una inflación a la baja en el resto de Europa. Claramente, las recetas monetarias para los dos casos son no sólo diferentes, sino opuestas. Pero el vínculo del tipo de cambio fijo obligaba a que la política monetaria fuera única.

El Bundesbank se decantó tempranamente en favor de una revaluación del marco, pero encontró la oposición de otros países por razones de prestigio nacional o argumentos basados en la credibilidad. Una vez que el mercado perdió la fe en la idea de convergencia y de paulatina integración monetaria, se desató la presión sobre las paridades fijas. Los argumentos sobre competitividad y la inadecuación del "policy mix" a la posición cíclica de las economías europeas distintas de Alemania, tuvieron en cada caso un mayor o menor peso en la especulación contra las distintas monedas (como se discute más abajo), pero con unos flujos de capital muy

---

(1) Krugman, en la referencia citada en la siguiente nota, da un delicioso ejemplo de la diferente sensibilidad académica y práctica. Cuenta que "nunca había visto a tanta gente feliz en el NBER como el día del crash bursátil de 1987".

(2) Para una exposición más detallada, véase por ejemplo B. Eichengreen & C.h. Wyplosz, "The Unstable EMS", *Brooking Papers on Economic Activits*, 1: 1993, o P. Krugman, *What do we need to know about the international monetary systems*. Princeton Essays in International Finance, 1993. Ambos realizan presentaciones estilizadas del tradicional modelo Mundell-Fleming (la herramienta básica del análisis macroeconómico internacional) aplicadas al caso europeo.

superiores en volumen a la capacidad de intervención de los bancos centrales, el éxito de los mercados frente a los gobiernos a la hora de mantener incólume el SME era sólo cuestión de tiempo.

La posición del Bundesbank respecto a la necesidad de reajustar las paridades se manifestó tempranamente, en base a argumentos que invocan la ortodoxia económica más pura. Por ejemplo, ya en el informe anual de 1990, el Bundesbank afirmaba que "en la medida en que la estabilidad de los tipos de cambio o incluso la pronunciada fortaleza de un número de monedas participantes que no pertenecen al "núcleo duro" del SME se puede explicar esencialmente por sus elevados tipos de interés inducidos por la inflación, básicamente sólo se justifica si se consolida mediante una política económica dirigida hacia la estabilidad. Si no se logra el éxito en solventar las causas estructurales de la inflación en un período razonable de tiempo, probablemente será más difícil a largo plazo evitar tener que recurrir a los ajustes de los tipos de cambio"<sup>(3)</sup>, en clara alusión a países como España o Italia. Y en el informe anual de 1992 se insiste que la principal de las verdaderas razones para la crisis del SME fue "la ausencia de correcciones a los tipos de cambio a su debido tiempo, a la vista de las persistentes, y por tanto acumulativas, divergencias en el desarrollo de los costes y precios, presupuestos del sector público y balanza exterior"<sup>(4)</sup>; y el Bundesbank añade que incluso si no se hubiera producido el shock de la reunificación, las tendencias prevalentes con anterioridad (una Alemania con baja inflación, bajo déficit públicos y elevado superávit exterior) "hubiera señalado la necesidad de ajustar los tipos de cambio antes o después"<sup>(5)</sup>. Es más, se insiste de forma particularmente incisiva en que "las razones por las que una serie de países participantes [en el SME] han continuado soportando la carga de unos tipos de interés señaladamente superiores [a los de Alemania] tienen que buscarse en los propios países afectados"<sup>(6)</sup>.

La ausencia de progreso en la convergencia en los años recientes es clara, reforzando el peso de las recriminaciones del Bundesbank. Si bien las condiciones de convergencia establecidas en el Tratado de Unión Europea y sus protocolos anejos carecen de una justificación económica clara, como he tratado de argumentar en otro lugar<sup>(7)</sup>, al haberse convertido en el término de referencia común las utilizaré como rasero para medir el progreso en la convergencia de las economías comunitarias. Como indica el Cuadro núm. 2, en los últimos años no sólo no se ha avanzado en el cumplimiento de las condiciones de Maastricht sino que se ha producido una clara regresión. Si en 1991 había tres países que cumplían todas las condiciones, en 1992 sólo uno y sin apenas significación económica, demográfica o política (Luxemburgo) lo hacía; y en 1993 ya ningún país comunitario va a cumplir los requisitos de Maastricht. El número total de condiciones cumplidas para los 12 países en las cinco categorías se ha reducido de 34 en 1991 a 29 en 1992 y apenas 21 en 1993. Los gráficos núm. 3, 4 y 5 ilustran claramente que los serios problemas de convergencia que presenta España no se han ni mucho menos mitigado en los últimos dos años.

---

(3) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1990*, Frankfurt, 1991, p. 66.

(4) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 80.

(5) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 81.

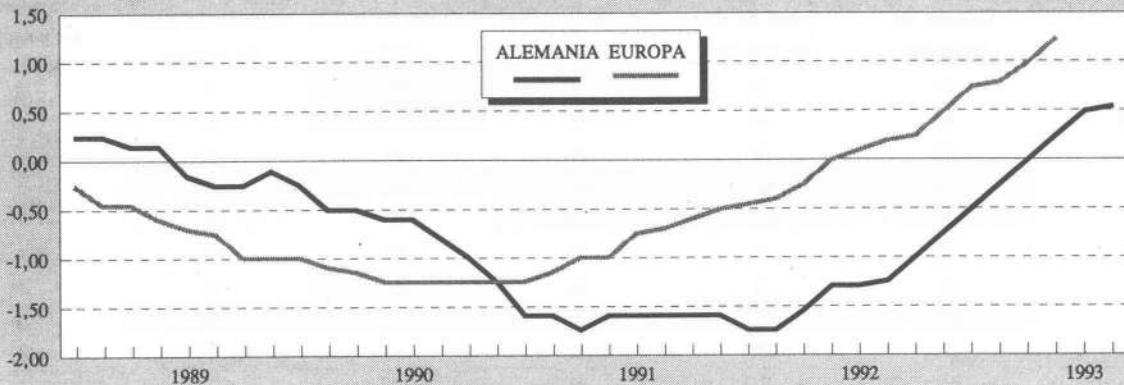
(6) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 82.

(7) J. Pérez-Campanero, "El significado económico de la unión monetaria y las condiciones de convergencia", en Fundación Banco Exterior, *Symposium sobre economía y finanzas internacionales; una perspectiva europea*, Madrid 1993.



### GRAFICO NUM. 1

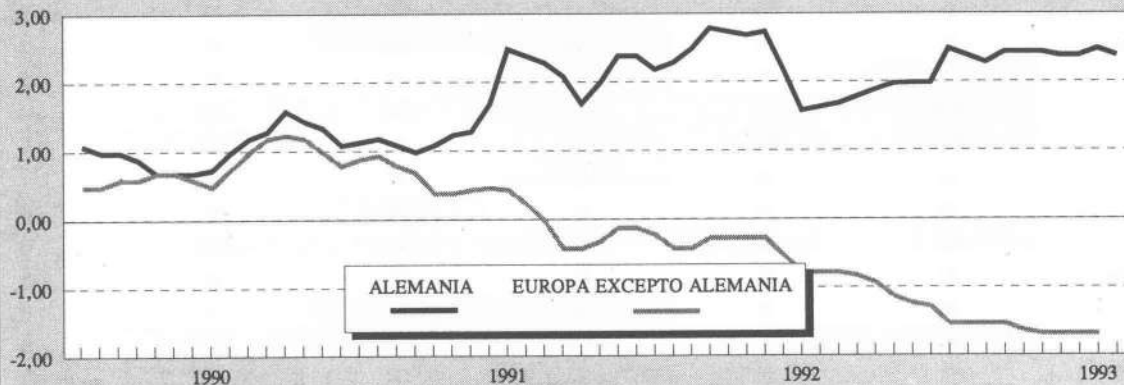
DIVERGENCIA EN LAS TASAS DE DESEMPLEO  
DESVIACION DE LAS TASAS DE DESEMPLEO DE LA MEDIA DE LOS AÑOS 80



FUENTE: JP MORGAN, "World Financial Markets", Sep/Oct 1993

### GRAFICO NUM. 2

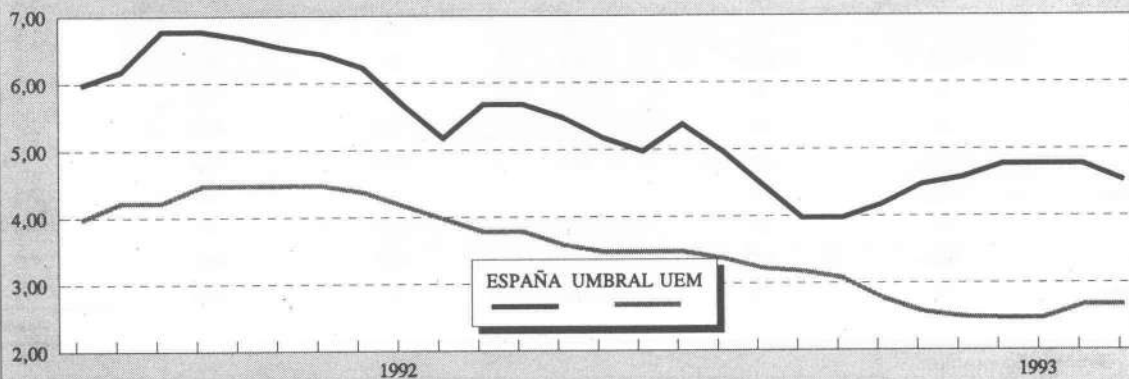
DIVERGENCIA EN LAS TASAS DE INFLACION  
DESVIACION DE LAS TASAS DE INFLACION DE LA MEDIA DE LOS 80



FUENTE: JP MORGAN, "World Financial Markets", Sep/Oct 1993

### GRAFICO NUM. 3

EL CRITERIO DE INFLACION  
TASA INTERANUAL DE INFLACION (IPC) Y UMBRAL UEM



FUENTE: ELABORACION PROPIA

CUADRO NUM. 2

1991						Número total de
	Criterio de inflación	Criterio de tipos de interés	Criterio de déficit público	Criterio de deuda pública	Criterio de tipos de cambio	criterios satisfechos
Bélgica . . . . .	SI	SI	NO	NO	SI	3
Dinamarca . . . . .	SI	SI	SI	NO	SI	4
Alemania . . . . .	SI	SI	SI	SI	SI	5
Grecia . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
España . . . . .	NO	NO	NO	SI	NO	1
Francia . . . . .	SI	SI	SI	SI	SI	5
Irlanda . . . . .	SI	SI	SI	NO	SI	4
Italia . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
Luxemburgo . . . . .	SI	SI	SI	SI	SI	5
Holanda . . . . .	SI	SI	SI	NO	SI	4
Portugal . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
Reino Unido . . . . .	NO	SI	SI	SI	NO	3
						34

1992						Número total de
	Criterio de inflación	Criterio de tipos de interés	Criterio de déficit público	Criterio de deuda pública	Criterio de tipos de cambio	criterios satisfechos
Bélgica . . . . .	SI	SI	NO	NO	SI	3
Dinamarca . . . . .	SI	SI	NO	NO	SI	3
Alemania . . . . .	NO	SI	NO	SI	SI	3
Grecia . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
España . . . . .	NO	NO	NO	SI	NO	1
Francia . . . . .	SI	SI	NO	SI	SI	4
Irlanda . . . . .	SI	SI	SI	NO	SI	4
Italia . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
Luxemburgo . . . . .	SI	SI	SI	SI	SI	5
Holanda . . . . .	SI	SI	NO	NO	SI	3
Portugal . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
Reino Unido . . . . .	SI	SI	NO	SI	NO	3
						29

1993						Número total de
	Criterio de inflación	Criterio de tipos de interés	Criterio de déficit público	Criterio de deuda pública	Criterio de tipos de cambio	criterios satisfechos
Bélgica . . . . .	NO	SI	NO	NO	NO	1
Dinamarca . . . . .	SI	SI	NO	NO	NO	2
Alemania . . . . .	NO	SI	NO	SI	SI	3
Grecia . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
España . . . . .	NO	NO	NO	SI	NO	1
Francia . . . . .	SI	SI	NO	SI	NO	2
Irlanda . . . . .	SI	SI	NO	NO	NO	2
Italia . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
Luxemburgo . . . . .	NO	SI	SI	SI	NO	3
Holanda . . . . .	SI	SI	NO	NO	SI	3
Portugal . . . . .	NO	NO	NO	NO	NO	0
Reino Unido . . . . .	SI	SI	NO	SI	NO	3
						20

Fuente: Elaboración propia.

Como se ha dicho, el resto de países participantes se opuso a una devaluación de sus monedas frente al marco, abriendo la vía a otras formas más costosas de acomodar las divergencias acumuladas y el shock de la reunificación. Cuando los mercados percibieron como insostenible el mantenimiento de paridades fijas, los ataques especulativos fueron la consecuencia lógica. La propia naturaleza de la intervención ilimitada para defender niveles preestablecidos del tipo de cambio resultaba determinante, al existir una clara asimetría entre las elevadas ganancias en caso de prosperar una apuesta contra el nivel del tipo de cambio, y las reducidas pérdidas en caso contrario. Los instrumentos derivados multiplican además los fondos disponibles para tales operaciones, al permitir apalancar en un múltiplo elevado el capital original.

Las motivaciones para cuestionar la paridad de una moneda frente al marco fueron diversas, y en casi todos los casos estuvieron entremezcladas, pero cabe clasificarlas en tres tipos: problemas de competitividad, anticipación del abandono de una política insostenible, y la especulación que fuerza un cambio en sí misma (*self-fulfilling speculative attack*).

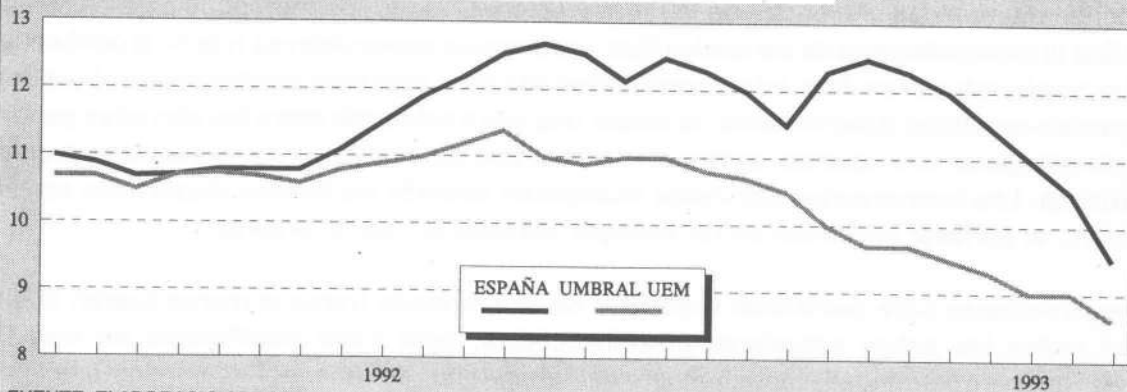
(1) Problemas de competitividad, sea de carácter general o por razones más específicas. Algunas monedas estaban claramente sobrevaloradas a su paridad pre-crisis, ya consideremos su valor verdadero en función de la paridad del poder de compra o en función de los flujos de balanza de pagos. Este parece ser claramente el caso de la peseta<sup>(8)</sup>, la libra esterlina y la lira, así como en buena medida de las monedas escandinavas (particularmente afectadas por el colapso del comercio con la unión soviética). Irlanda y Portugal se vieron afectadas por su estrecha relación con países que devaluaron, más que por un problema general de competitividad. España supone el 16% de las importaciones portuguesas y el 15% de sus importaciones, frente a sólo el 3% de exportaciones y 4% de importaciones como media comunitaria, y el total de exportaciones e importaciones a las monedas débiles del SME es de un 30% y 23%, respectivamente, frente a sólo un 21% y un 17% para la CE en su conjunto. Las cifras son aún más claras en el caso de Irlanda: Gran Bretaña supone el 45% de las importaciones irlandesas y el 32% de sus exportaciones, frente a sólo el 7% de las importaciones y exportaciones de la Comunidad Europea.

(2) La anticipación por los mercados de la insostenibilidad de una política económica centrada en el mantenimiento de un nivel de tipo de cambio, para economías que se adentran en la recesión. Incluso en ausencia de problemas directos de competitividad, la posición cíclica de los países europeos más avanzados en la fase recesiva que Alemania parece requerir una política algo más expansiva. Los elevados niveles de déficit estructural y de endeudamiento público desafortunadamente acumulados durante los años expansivos imponen severas limitaciones a la política fiscal, y han motivado de hecho programas de consolidación fiscal ligeramente contractivos. De esta forma, el papel estimulativo reposa en los elementos monetarios, bien sea en tipos de interés reales sustancialmente más reducidos, bien en un tipo de cambio real infravalorado, bien en una combinación de ambos. En esta perspectiva, se extendió en los mercados cada vez con mayor intensidad la percepción de que los tipos de interés prevalencientes eran insostenibles, y que eventualmente los países en cuestión optarían por una política monetaria expansiva que les forzaría a renunciar al compromiso cambiario, dado el tono más restrictivo de la política monetaria en Alemania. De ahí que pudiera ejercerse una presión contra el franco, a pesar de que presentaba menores desequilibrios de inflación y déficit público que Alemania.

---

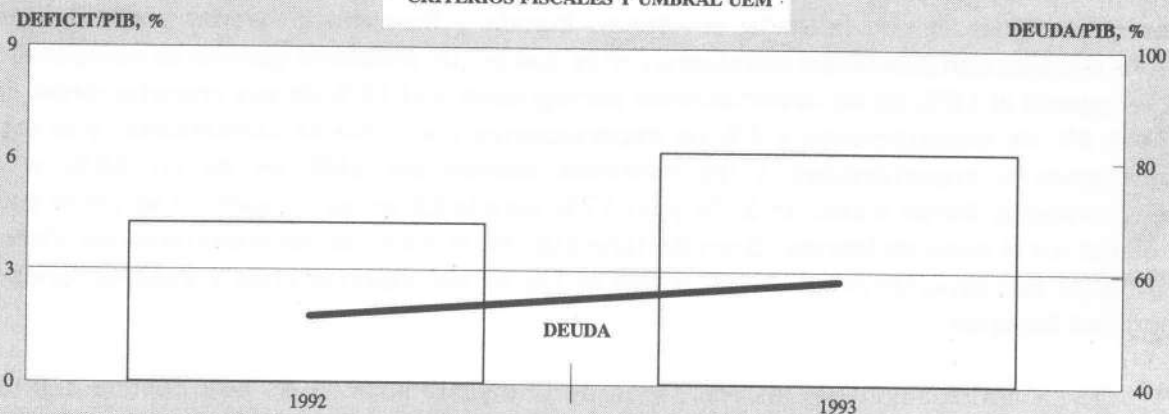
(8) Para una refutación del argumento relativo a la no sobrevaluación de la peseta en base a ganancias de productividad, véanse los comentarios de Dornbusch al artículo de Wyplosz y Eichengreen citado en la primera nota.

**GRAFICO NUM. 4**  
**EL CRITERIO DE TIPOS DE INTERES**  
**TIR DE LOS BONOS A 10 AÑOS Y UMBRAL UEM**



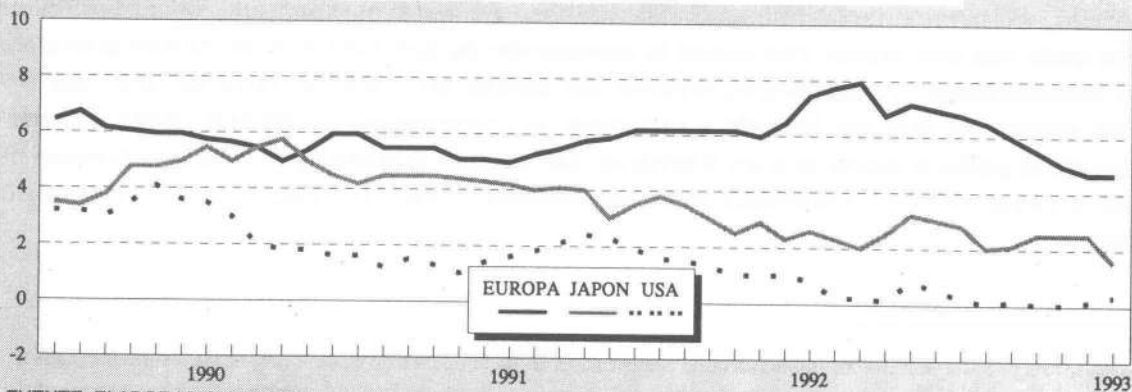
FUENTE: ELABORACION PROPIA

**GRAFICO NUM. 5**  
**CRITERIOS FISCALES Y UMBRAL UEM**



FUENTE: ELABORACION PROPIA

**GRAFICO NUM. 6**  
**TIPOS DE INTERES REALES A CORTO PLAZO**  
**TIPO DE LOS EURODEPOSITOS A 3 MESES MENOS TASA DE INFLACION, %**



FUENTE: ELABORACION PROPIA

Los comentaristas anglosajones (y, dada la importancia de Nueva York y Londres como centros financieros, también los operadores de los mercados financieros internacionales) han enfatizado particularmente el papel de los tipos de interés, y cómo los tipos de interés reales en Europa se encuentran a un nivel muy superior al de Estados Unidos o Japón, en este momento cercano a cero para los tipos a corto plazo como ilustra el gráfico núm. 6. El argumento ha sido recibido con algo más de escepticismo en Europa continental, y en particular el Bundesbank ha señalado que los tipos de interés a largo plazo en Alemania han vuelto a situarse en un nivel que "no puede en modo alguno considerarse elevado bajo estándares históricos, sea en términos nominales o reales" y que "los tipos de interés a corto plazo también han caído considerablemente desde Septiembre de 1992"<sup>(9)</sup>. De hecho, los tipos de interés de los eurodepósitos en marcos a tres meses en términos reales se encuentran hoy 190 puntos básicos por debajo de su media de los diez últimos años, aunque ciertamente aún son 160 p.b. superiores a los de Japón y 200 p.b. superiores a los de Estados Unidos.

(3) Finalmente, un ataque especulativo puede en principio forzar en sí mismo un cambio de política económica no necesariamente justificado por las condiciones subyacentes, de tal forma que la propia posibilidad de que esto suceda si el ataque triunfa desata la especulación. Es lo que en la literatura económica se conoce como "self-fulfilling crisis"<sup>(10)</sup>. De forma previsible, esta es una de las explicaciones favoritas de los bancos centrales y gobiernos que, acosados por la especulación contra sus monedas (y en la mayoría de los casos derrotados humillantemente por los mercados), se refieren a la "especulación injustificada" en tonos peyorativos e invocando principios éticos. Sin embargo, parece más clarificador entender que los mercados financieros han reconocido el potencial para la inestabilidad financiera generada por los tipos de cambio fijos en las presentes circunstancias creadas por la reunificación alemana y han forzado a los gobiernos a adoptar la decisión adecuada. Una vez eliminadas las condiciones problemáticas, el SME puede perfectamente volver a reimplantarse con éxito.

Eichengreen y Wyplosz, en el artículo anteriormente citado, argumentan que las provisiones del Tratado de Unión Europea, en particular en lo que se refiere a las condiciones de convergencia, pueden haber facilitado la especulación injustificada en razones económicas subyacentes. Según su argumento, dado que una de las condiciones para entrar en la unión monetaria es que la moneda pertenezca durante los dos años anteriores a la banda estrecha sin tensiones cambiarias importantes, y que un ataque especulativo puede forzar una devaluación, en no cumplimiento de los requisitos tras la devaluación conllevaría la suavización de las políticas de ajuste (dado que ya sería imposible para ese país estar en el grupo de cabeza), y con ello validaría a posteriori el embite de los especuladores, que se verían así incentivados a priori a atacar la moneda debido a esa eventualidad. Aunque intelectualmente atractiva, esta interpretación carece de plausibilidad práctica, como lo prueba el que la disciplina anti-inflacionista y el compromiso con el ajuste no sólo se ha mantenido tras la quiebra de la paridad sino que en la mayoría de los países incluso se ha reforzado.

---

<sup>(9)</sup> Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 82.

<sup>(10)</sup> Cuya discusión sistemática fue introducida por M. Obstfeld, "Rational and self-fulfilling balance-of-payments crisis", *American Economic Review*, 76;1, 1986.

### 3. ¿HAY SOLUCION AL DILEMA?

He señalado anteriormente que no hay solución a la incompatibilidad entre tipos de cambio fijos, libertad de movimientos de capital y políticas económicas descoordinadas. Sin embargo, se han buscado respuestas al dilema, bien sea -como antes de Agosto- para intentar salvaguardar el SME en las presentes circunstancias, bien sea para buscar fórmulas que hagan más viable su restablecimiento futuro. Vale la pena por ello repasar someramente las opciones manejadas.

(1) El status quo, es decir, continuar intentando mantener los tres elementos, a base de políticas monetarias muy restrictivas para defender el tipo de cambio. Evidentemente, esta alternativa se ha probado inviable, y el ejemplo de diversos países (recordemos el caso de Suecia) demuestra la futilidad de las subidas de tipos si la especulación es suficientemente intensa. Pero aun en aquellos países en que haya margen para ello, los altos tipos de interés perjudican la actividad económica, elevan el déficit público y eventualmente afectan al sistema financiero a través del aumento de la morosidad. Claramente, no es una alternativa aceptable.

(2) Eliminar la libertad de movimientos de capital. Esta alternativa ha encontrado frecuentes adeptos, particularmente en países de tradición intervencionista como España o Francia, y puede adoptar diversas variantes: el "impuesto tipo Tobin" a todas o a ciertas transacciones en divisas; la imposición de coeficientes de caja especiales (al estilo de las medidas adoptadas por el Banco de España entre septiembre y noviembre del año pasado) para transacciones en divisas; o los tipos de cambio duales (como ha propuesto Dornbush). Se trata en todos los casos de "echar arena en las ruedas de la especulación"<sup>(11)</sup>. Recientemente, Delors defendió los controles de capital ante el parlamento europeo con una metáfora automovilística: nadie prohíbe la circulación de vehículos, pero sí hay límites legales a su velocidad. Es una alternativa defendida recientemente por Eichengreen y Wyplosz en el artículo arriba mencionado.

Pero esta alternativa tiene muy serias desventajas. En primer lugar, limita los flujos financieros, reduce la liquidez y perjudica el desarrollo de los mercados de capital, con el consiguiente efecto adverso sobre la inversión productiva. Esto es especialmente grave si se trata de mercados aún prácticamente emergentes como el español. Además, la imposición de controles de capital sólo tendría sentido si se realizara de forma coordinada internacionalmente y de forma unánime, ya que en caso contrario los países con controles se verían seriamente perjudicados por la emigración de la actividad financiera hacia los países sin controles. Tal acuerdo unánime es impracticable, ya que siempre habría países con incentivos para incumplir el acuerdo. Finalmente, uno de sus aspectos más perjudiciales y no siempre suficientemente valorados es que inhibe la adopción de los ajustes necesarios para corregir los desequilibrios e inconsistencias que dan origen al problema. Es atacar el síntoma sin atacar la enfermedad. Este punto ha sido señalado por ejemplo por el Bundesbank, que en su último informe anual apunta que "la libertad de transacciones de capital no es una nueva "fuente de perturbaciones" para los desarrollos cambiarios, sino que más bien constituye el catalizador de los ajustes necesarios relativos a todo el rango de las políticas económicas, fiscales y salariales"<sup>(12)</sup>.

---

(11) En la expresión de Tobin. En un artículo de 1978 realizó la propuesta, expuesta más recientemente en un artículo publicado en el *Financial Times* y reproducido en el nº 54 de *Papeles de Economía Española* (1993). Véase en el mismo número al artículo de Luis Linde que explica las medidas adoptadas por el Banco de España.

(12) Deutsche Bundesbank *Annual Report 1992*, Frankfurt, 1993, p. 82.

Es importante resaltar que no hay que confundir la introducción de controles de capital con la regulación prudencial de los nuevos instrumentos financieros relativos a transacciones fuera de balance, tema al que probablemente la comunidad internacional no le ha prestado aún una atención suficiente, a pesar de que potencialmente podría generar situaciones de grave inestabilidad financiera. Una excepción a esta relativa falta de atención es un reciente estudio del Grupo de los Treinta.

(3) Una tercera alternativa es aumentar el grado de flexibilidad entre las monedas. Frente a la práctica unanimidad de los círculos académicos, oficiales y de mercado americanos respecto a la preferibilidad de los tipos de cambio flexible, existe en Europa el sesgo contrario, a favor de tipos de cambio fijos. Hay varias buenas razones para ello<sup>(13)</sup>.

Las economías europeas son más abiertas que la americana (exportaciones e importaciones representan una fracción mucho más considerable del producto nacional), y la mayor parte de los flujos comerciales son intracomunitarios. Por ello, las fluctuaciones cambiarias afectan más adversamente al comercio y a la actividad en Europa que en Estados Unidos. Históricamente, los años de mayor prosperidad europea en las décadas recientes han coincidido con los años de mayor estabilidad cambiaria.

Además, el temor a que la flotación engendre un período de devaluaciones competitivas está firmemente arraigado en Europa. Ello se debe en parte a la memoria histórica de la experiencia de entreguerras, cuando el intento de ganar competitividad a costa de los vecinos mediante devaluaciones competitivas condujo al caos financiero y el colapso económico, y contribuyó al origen del fascismo.

La percepción más extendida asimismo en Europa es que las ganancias de bienestar derivadas del mercado único no podrán llegar a realizarse por completo en ausencia de estabilidad cambiaria. Las dificultades administrativas y políticas que genera la variabilidad cambiaria en la política agraria común y en los presupuestos comunitarios son otro factor importante.

Aunque se acepten estos argumentos, no cabe duda de que en las circunstancias actuales, la solución adoptada el 1 de agosto es la correcta. La introducción, en principio transitoria, de una mayor flexibilidad cambiaria en Europa, ofrece el suficiente margen de maniobra para empezar a tomar medidas correctoras de los desequilibrios, divergencias y descoordinación de políticas económicas que han dado al traste con el SME.

(4) Esto nos lleva a la última posibilidad, esto es, a la mayor coordinación de las políticas económicas. Cabe esperar que, de forma paulatina, los países europeos vayan haciendo uso de su recuperada libertad para establecer una política monetaria independiente, orientada a las condiciones económicas internas. Mientras que, por otro lado, la política económica de Alemania seguirá condicionada por los efectos de la reunificación. Ello significará, tarde o temprano, que los tipos de interés de los restantes países europeos se reducen en relación a Alemania y posiblemente que algunas monedas se debiliten frente al marco, todo lo cual tendrá efectos expansivos en esas economías y efecto ligeramente contractivos en Alemania. En definitiva, se estará caminando en la dirección de eliminar las divergencias macroeconómicas que impiden una

---

(13) Bien descritas, por ejemplo, en F. Giavazzi y A. Giovannini. "The quest for exchange rate stability in Europe", en su libro *Limiting Exchange Rate Flexibility, The European Monetary System*, 1989.

actuación de política económica más coordinada, y con ello se restablecerán las condiciones para un régimen viable de estabilidad cambiaria.

#### **4. MIRANDO AL FUTURO CON LOS OJOS EN EL PASADO.**

Con el beneficio de la retrospectiva, hay que señalar que el énfasis puesto en Europa en los últimos años en el argumento de la credibilidad que otorgaba fijar el tipo de cambio con el marco alemán, pues permitía importar la política anti-inflacionista alemana, ha sido particularmente nocivo. Es una idea que logró un profundo arraigo en círculos oficiales, académicos y privados, y que ha probado ser una falacia. De hecho, la rotundidad con que los mercados fueron persuadidos entre 1987 y 1992 de que las paridades intra-SME no iban a ser modificadas ha actuado como un eficaz elemento inhibitor del ajuste ante los desequilibrios. Resulta aleccionador contemplar cómo, una vez sucumbido el SME, los distintos países están acometiendo las reformas y ajustes que se habían pospuesto durante años. Por ejemplo, Italia por primera vez está emprendiendo una reforma seria de sus finanzas públicas y España está encarando la reforma del mercado laboral.

El abandono temporal de una rígida disciplina cambiaria no lleva necesariamente aparejado el fracaso del proyecto de unidad europea pergeñado en Maastricht, pero los sinsabores que ha sufrido la idea de unión monetaria en este último año ayudarán probablemente a poner las cosas en perspectiva. No deja de resultar algo estrambótico que los países comunitarios se lancen en una carrera acelerada por conseguir una moneda única (el mayor símbolo de soberanía y especificidad nacional) cuando ni siquiera son capaces de ponerse de acuerdo para conseguir un horario único (en el momento en que estas líneas vayan a imprenta, el cambio al horario de invierno se producirá en unos países europeos y no en otros), un tipo de enchufe único, un ancho de vía férrea único o una forma unificada de describir las tallas de la ropa interior.

Dornbusch ha llegado a tildar al programa establecido en Maastricht de anacrónico, pues ya carecen de importancia las dos principales razones que originariamente motivaron la integración europea -preservar la paz entre Alemania y Francia y crear una barrera contra el comunismo- y ha afirmado que debe entenderse como "una desesperada huida hacia adelante para erigir barreras infranqueables a la integración con el Este". Aunque esta es una opinión sin duda extrema, que subestima probablemente la importancia, fortaleza y estabilidad del eje franco-alemán (que recordemos que ha sobrevivido incluso episodios como la visita de Mitterrand a Gorbachov para que entorpeciera la unión alemana), conviene no obstante resaltar que estamos en época de cambios en la que nada hay que dar por sentado y prestar una particular atención a los nuevos desarrollos en las distintas regiones del mundo.



## EL INFORME DEL FMI SOBRE LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL PARA 1994<sup>(\*)</sup>

---

*El informe, publicado el 22 de septiembre, contiene una descripción de lo ocurrido en la economía mundial desde el principio de 1992 y su situación actual, que sirve de base a su pronóstico para 1994. Para no hacer demasiado largo este resumen, describiremos muy brevemente lo ocurrido en 1992 y 1993, y sólo nos ocuparemos detalladamente de las perspectivas para 1994. Los comentarios van entre corchetes y en cursiva.*

### Situación económica mundial.

La economía mundial mostró una ligera recuperación en 1992 con un aumento del PIB de 1,75%, comparado con 0,5% en 1991. En los países industriales, aumentó un 1,5%; en la mayoría de los africanos aumentó menos que el año pasado, y bajó fuertemente en los países excomunistas, comprendida la ex-URSS. Por el contrario, aumentó más que el año pasado en los países en desarrollo del Oriente Medio y del hemisferio occidental. El crecimiento más fuerte en los países industriales y la continuada expansión del comercio interregional, especialmente en Asia, hicieron que el comercio mundial aumentase en un 4,25%.

La inflación continuó bajando en el mundo, debido a que la demanda continuó siendo inferior al potencial de producción y a que aflojaron las presiones al alza en el mercado del petróleo. En los países industriales, la inflación al consumidor bajó al 3,25%, la más baja desde los años sesenta en algunos de ellos. La inflación media en los países en desarrollo estuvo por debajo del 40%, en la mitad de ellos incluso a menos del 6%. Bajó sensiblemente en muchos países de Asia, hemisferio occidental y Medio Oriente.

A causa de la debilidad económica mundial, las condiciones monetarias siguieron suavizándose en 1992 y principios de 1993. Los tipos de interés del mercado continuaron bajando en EE.UU. En comparación con EE.UU., las condiciones monetarias en Europa continuaron tensas durante gran parte de 1992, suavizándose algo en el otoño de ese año y endureciéndose en la primera mitad de 1993.

El déficit combinado de cuenta corriente de los países industriales subió de 27 miles de millones de dólares en 1991 a 46 miles de millones en 1992, a pesar de que mejoró la relación real de intercambio. El déficit aumentó fuertemente en EE.UU. y en el Reino Unido, mientras que el superávit japonés aumentó sin interrupción, llegando a niveles record calculado en dólares.

---

<sup>(\*)</sup> Traducción, resumen y comentarios de Ricardo Cortes.

CUADRO NUM. 1

PANORAMA DE LA ECONOMIA MUNDIAL<sup>(1)</sup>

(Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario)

	1989	1990	1991	1992
Producción mundial .....	3,3	2,0	0,6	1,8
Países industriales .....	3,2	2,1	0,2	1,5
Estados Unidos .....	2,5	0,8	-1,2	2,1
Japón .....	4,7	4,8	4,0	1,3
Alemania .....	3,4	5,1	1,0	2,0
Francia .....	4,1	2,2	1,1	1,8
Italia .....	2,9	2,1	1,3	0,9
Reino Unido .....	2,1	0,5	-2,2	-0,6
Canadá .....	2,3	-0,5	-1,7	0,9
Conjunto de los 7 países mencionados .....	3,1	2,0	0,2	1,6
Otros países industriales .....	3,8	2,7	0,6	0,8
Pro memoria				
Comunidad Europea .....	3,4	2,8	0,7	1,1
Alemania Occidental .....	3,4	5,1	3,7	1,5
Países en desarrollo .....	4,0	3,7	4,2	6,1
Africa .....	3,7	1,9	1,5	0,9
Asia .....	5,5	5,7	5,8	7,9
Oriente Medio y Europa .....	2,9	3,9	2,1	9,9
Hemisferio Occidental .....	1,7	0,4	3,1	2,3
Países en transición .....	1,9	-3,6	-10,1	-15,5
Europa Central y del Este <sup>(2)</sup> .....	0,2	-7,4	-13,5	-7,5
Antigua URSS .....	2,5	-2,2	-0,9	-18,5
Volumen del comercio mundial .....	7,0	4,4	2,3	4,2
Volumen de importación de los países industriales .....	7,4	4,6	2,4	4,0
Volumen de importación de los países en desarrollo .....	8,7	7,3	9,1	10,2
Precios de las materias primas .....	21,5	28,2	-17,0	-0,5
Crudo <sup>(3)</sup> .....	17,19	22,05	18,30	18,2
No fuel <sup>(4)</sup> .....	-0,5	-7,7	-4,5	-0,1
Precios de consumo				
Países industriales .....	4,6	5,2	4,5	3,2
Países en desarrollo .....	61,9	65,4	35,7	8,7
Países en transición .....	27,6	32,4	100,5	776,2
Europa Central y Oriental <sup>(2)</sup> .....	135,5	158,8	119,4	196,6
Antigua URSS .....	2,3	5,4	94,7	1.201,8
LIBOR a 6 meses (en porcentaje) <sup>(5)</sup>				
Depósito en dólares USA .....	9,3	8,4	6,1	3,9
Depósito en yens japoneses .....	5,5	7,8	7,2	4,3
Depósito en marcos alemanes .....	7,2	8,8	9,4	9,4

<sup>(1)</sup> Los datos de producción e inflación para grupos de países, se basan en las estimaciones de cada país promediadas por el valor en paridad del poder de compra de sus respectivos PNB.

<sup>(2)</sup> Los países comprendidos en Europa Central y Oriental son: Alemania, Bulgaria, La República Checa, Hungría, Polonia, Rumania, La República Eslovaca, así como Croacia, Eslovenia y las demás repúblicas de la antigua República Federal Socialista de Yugoslavia.

<sup>(3)</sup> Media simple de los precios en dólares USA de los crudos UK Brent, Dubail y Alaska North Slope.

<sup>(4)</sup> En dólares USA; basado en los promedios de exportación mundial.

<sup>(5)</sup> Interbancario en Londres.

En los países en desarrollo, el déficit combinado de cuenta corriente bajó ligeramente hasta 64 miles de millones en 1992, ya que la normalización de las transacciones exteriores en Oriente Medio [*al concluir las secuelas de la Guerra del Golfo*] fue contrarrestada por un aumento del déficit en otras regiones, especialmente en el hemisferio occidental. El porcentaje de la deuda total de los países en desarrollo sobre sus ingresos de exportación cayó de 124% en 1991 a 116% en 1992. Sin embargo, muchos de ellos continuaron con problemas para atender el servicio de su deuda; para resolverlos, se cerraron varios acuerdos de reestructuración de deuda de cierta importancia durante el año.

[*A continuación, el informe se ocupa separadamente de la actividad económica y empleo, precios, mercados financieros y cambiarios, y por último de balanzas de pagos, su financiación y deuda, y en capítulo aparte de la evolución de las relaciones y políticas comerciales. Como lo esencial de dichos apartados ha sido expuesto en el epígrafe anterior nos limitaremos a añadir alguna información sobre uno de ellos. En cambio, expondremos en su integridad el apartado referente a las perspectivas económicas mundiales.*]

### **Evolución de los mercados financieros y cambiarios.**

Debido a la debilidad económica mundial, las condiciones monetarias se suavizaron y el tipo LIBOR (interbancario a seis meses en Londres) bajó sensiblemente. Los tipos también bajaron en EE.UU.; el Fed (equivalente a un banco central) bajó el tipo de descuento al 3% y permitió que el interbancario (*federal funds*) bajase. En Japón, el tipo oficial de descuento bajó en varios escalones, del 4,5% a principios de 1992 a 2,5% en febrero de 1993; los tipos a corto y a largo también bajaron notablemente.

En Europa, las condiciones monetarias continuaron duras durante la mayor parte de 1992, bajaron algo en otoño de ese año y volvieron a subir en la primera mitad de 1993. A mediados de Julio de 1992, el Bundesbank subió el tipo de descuento al nivel record de 8,75% por haber aumentado la inflación. Al fin del verano, al haber empeorado la situación económica, los tipos de mercado bajaron; el Bundesbank bajó los tipos de descuento y *lombardo* a mediados de Septiembre debido a la tormenta cambiaria. Al empezar 1993, para hacer frente a la recesión, y al haber bajado la inflación, el Bundesbank bajó el tipo de descuento en varios escalones hasta el 7,5%, y el *lombardo* al 8,5%. Las condiciones monetarias en los demás países del SME siguieron a las alemanas.

En los mercados cambiarios de 1992, el dólar subió un 6,5% frente al *deutschmark* (DM) y al franco francés (FF), alrededor del 25% frente a la libra y la lira, y 0,5% frente al yen. Sin embargo, el valor del dólar fluctuó durante el año: aumentó un 7% (en valor efectivo nominal) a principios de marzo, se depreció alrededor de un 10% hasta principios de septiembre y aumentó su valor en casi 14% hasta final de año. [*A continuación, el informe menciona brevemente la tormenta cambiaria que empezó el 16 de septiembre y que causó la salida del mecanismo de tipos de cambio (MTC) de la libra y de la lira, las devaluaciones de la peseta y el escudo y la ruptura de la ligazón con el ecu de las 3 monedas escandinavas. Luego se ocupa brevemente de la evolución desde entonces.*]

### **Perspectivas económicas mundiales.**

Quizá lo más interesante de este capítulo es el hincapié que hace en la necesidad de reducir los déficit presupuestarios, que califica de insostenibles, en los países de la Comunidad Europea

(CE), aunque indica que en algunos, como Alemania han disminuido, lo que ha permitido bajar los tipos de interés sin peligro de una escalada inflacionaria.

También manifiesta un cierto pesimismo, si bien soterrado, sobre las consecuencias no demasiado halagüeñas de la reluctancia de los países del Sistema Monetario Europeo (SME) a bajar los tipos de interés a pesar del mayor juego que les da la ampliación de las bandas de fluctuación al 15% acordada el 2 de agosto. Cree que las autoridades monetarias de dichos países han atrasado la recuperación al no haber aprovechado la ampliación para reducir los tipos de interés, dadas las bajas presiones inflacionarias existentes en sus economías. De todos modos aunque la banda de fluctuación ampliada permitirá a los países un mayor margen para bajar, si bien con cautela, los tipos de interés, sus políticas monetarias seguirán sometidas a la limitación objetiva que supone el riesgo de una excesiva depreciación del tipo de cambio.

### **Situación global de la economía mundial.**

Desde hace tiempo los directores (miembros del Comité Directivo) del FMI recalcan la necesidad de orientar a medio plazo las políticas económicas de sus miembros, pero cuidando de que sus políticas a corto sean compatibles con la estrategia de crecimiento a medio plazo que siguen desde principios de los años ochenta. Entre los objetivos de esa estrategia, figuran el conseguir la estabilidad de precios, -es decir, un tipo de inflación bajo y estable que no distorsione las decisiones económicas-; fomentar el ahorro, especialmente reduciendo los déficit del sector público, y reformas estructurales para eliminar los obstáculos a una alocaión de recursos eficiente y para reducir el paro.

En abril de 1993, los directores opinaban que, a pesar de la incertidumbre existente a corto plazo, se podía conseguir un más fuerte desarrollo a medio siguiendo fielmente la estrategia a medio plazo complementada por un enfoque cooperativo y coordinado.

Ya en septiembre y diciembre de 1992 [*justo después de la crisis del SME que vio la salida del mecanismo de tipos de cambio de la libra esterlina y de la lira y las devaluaciones de la peseta y del escudo*], los directores recalcaron la necesidad de coordinar las políticas económicas para reducir la incertidumbre y reforzar la confianza, así como de continuar siguiendo los principios básicos de la estrategia a medio plazo, que no sólo no había fracasado [*como algunos podían pensar después de la crisis del SME*], sino que, en realidad, no había sido implementada en su totalidad. Los directores exhortaban a los países a coordinar más aún, en beneficio de todos, sus políticas macroeconómicas y cambiarias. Esa coordinación es fundamental para apoyar la transformación de las economías de los países excomunistas y el progreso de los países en desarrollo.

En abril de 1993, los directores expresaron su preocupación ante la debilidad de la economía mundial, en especial ante la continuación del escaso crecimiento en los países industriales causado por el impacto de la deflación de precio de los activos, y el de los consiguientes ajustes en los balances, sobre las decisiones de prestar y tomar prestado [*es decir, las instituciones financieras se mostraban más reacias a prestar, ya que los activos de los prestatarios, y por lo tanto su fiabilidad, habían bajado, y éstos últimos se mostraban también reacios a pedir prestado por la misma razón*]. También les preocupaban los efectos de los persistentes altos tipos de interés en Europa y en Canadá, y las turbulencias cambiarias desde septiembre de 1993.

En Norteamérica se hacía notar una cierta recuperación, mientras que en Europa y en Japón continuaba el deterioro de la economía. Algunos directores incluso creían que los pronósticos

de crecimiento para Europa y Japón eran demasiado optimistas. Les preocupaba también la creciente tentación proteccionista derivada de la divergencia cíclica entre los países, de los desequilibrios crecientes en las balanzas corrientes y del crecimiento del paro.

### **Cuestiones comerciales.**

En todas las reuniones del Comité en 1992 y 1993, se recalcó la necesidad de que las negociaciones de la Ronda Uruguay tuviesen éxito, la enorme importancia del comercio internacional como motor del crecimiento, esencial en el presente entorno económico, y la correlación estrecha entre, de una parte, un régimen comercial multilateral liberal y con libertad de cambio y, de otra, la prosperidad económica. Los directores se congratularon de la importante liberalización comercial ocurrida en muchos países en desarrollo, un factor fundamental en la reciente mejora de sus ritmos de crecimiento. También tomaron nota con satisfacción de que muchos de los países excomunistas europeos consideraban la liberalización de su comercio exterior como un elemento esencial de su transformación en economías de mercado. Algunos directores pensaban que el aumento de acuerdos comerciales regionales podría contribuir a aumentar el nivel de vida de los países en cuestión si se acompañaba de reducciones multilaterales de las barreras comerciales.

A todos les preocupaba que la Ronda Uruguay estuviese en peligro de fracasar, y recalcaron la necesidad de acabarla con éxito cuanto antes. El presente retraso no sólo está privando al mundo de los beneficios de un comercio internacional creciente, sino que además está causando un aumento notable de las tensiones comerciales entre los países, tensiones que pueden causar daños importantes a la economía mundial.

Los directores tomaron nota del número creciente de acuerdos comerciales bilaterales fijando contingentes de exportación, y recalcaron al riesgo de que limiten grandemente el acceso a los mercados globales de los países en desarrollo y excomunistas. Exhortaron a todos los países a concluir con éxito la Ronda Uruguay, resistiendo las tendencias proteccionistas que causan serios daños a la prosperidad mundial tanto a corto como a largo plazo. En las presentes circunstancias, el fracaso de la Ronda Uruguay no sólo significaría una interrupción del desarrollo sino incluso un retroceso para la economía mundial.

### **Políticas económicas de los países industriales.**

En la reunión de abril de 1993, los directores, en general, estaban de acuerdo en que los países industriales necesitaban tomar medidas efectivas para robustecer el crecimiento y disminuir las tensiones en los mercados financieros y en el comercio internacional, pero continuando sus progresos en la reducción de la inflación. Era conveniente poner en marcha un programa serio de consolidación a medio plazo [*reducir el gigantesco déficit*] en EE.UU., mientras que la situación en Europa y en Japón necesitaba de medidas para contener las tendencias a la recesión y fomentar la recuperación.

Los progresos realizados en varios países industriales para reducir las presiones inflacionarias se debieron, en parte, a políticas monetarias más rigurosas y a una mayor credibilidad de éstas. Varios países han podido bajar los tipos de interés sin que apareciesen temores de una mayor inflación debido a que los mercados creían que sus gobiernos continuaban en su firme propósito de mantener la disciplina monetaria. Esa baja de los tipos es una contribución esencial para aumentar el ritmo de crecimiento. La moderación de presiones inflacionarias, los indicios de una

desaceleración en el crecimiento de la cantidad de dinero y una debilitación considerable de su economía han permitido a Alemania situarse a la cabeza de esta evolución.

Esta evolución debería asegurar una reducción duradera de la inflación en Alemania, permitiendo una suavización notable de las condiciones monetarias, que, según la mayoría de los directores, sería del todo compatible tanto con los objetivos internos como con los intereses de la economía mundial, sin dañar la credibilidad de las autoridades monetarias en su firme propósito de reducir la inflación a niveles muy bajos. En general, los directores están de acuerdo en que la política monetaria de EE.UU es la apropiada para apoyar la recuperación.

En diciembre de 1992, los directores observaron que la crisis del SME había quebrantado la confianza de los mercados. La mayoría pensaba que la causa fundamental de las tensiones era la falta de convergencia en los tipos de inflación y en las posiciones presupuestarias de los países respectivos, lo que conducía a divergencias crecientes en las condiciones económicas fundamentales; entre ellas, la competitividad relativa. Un factor adicional, importancia crítica, era la divergencia cíclica entre, de una parte, Alemania, donde se necesitaba seguir una política monetaria rigurosa para hacer frente a las presiones inflacionarias derivadas de la política fiscal expansiva impuesta por la financiación de la unificación, y, de otra parte, la mayoría de los demás países europeos, en una situación económica generalmente débil, y en donde los altos tipos de interés impuestos por su participación en el mecanismo de tipos de cambio (MTC) del SME parecían [*con razón*] inapropiados a la situación doméstica.

Los directores estaban de acuerdo en que se necesitaba actuar en varios frentes para restaurar la confianza, reducir las tensiones en los mercados cambiarios e impedir que surgiesen de nuevo. El requisito fundamental para ello es una mayor convergencia en la inflación y en las posiciones presupuestarias de los miembros, como prevé el Tratado de Maastricht. [*Vemos aquí que el FMI no comparte la creciente opinión de tantos observadores y políticos europeos, que últimamente toman una actitud negativa ante al Tratado de Maastricht*]. Aun reconociendo que las limitaciones objetivas impuestas por el MTC del SME son un elemento importante en la estrategia de los países hacia la convergencia, algunos directores observaban que, en tanto no se consiguiese una mayor convergencia, se necesitarían realineaciones de cuando en cuando, mientras que otros recalcan los beneficios derivados de un compromiso firme sobre tipos de cambio estables. Para evitar tensiones excesivas en el SME, es esencial una mayor coordinación entre las políticas monetarias y fiscales de los miembros.

Cuando el Comité volvió a ocuparse de este asunto, en abril de 1993, varios directores observaron que aunque se habían reducido las tensiones en el MTC, subsistían tensiones importantes, aunque decrecientes, entre varias monedas, reflejadas en las fuertes diferencias entre los tipos de interés de los países de tales monedas y los tipos alemanes. En mayo, fueron devaluados la peseta y el escudo, y las tensiones y las diferencias en los tipos de interés de las monedas clave del MTC disminuyeron o incluso, en algunos casos, desaparecieron. Los directores tomaron nota de que los aumentos de precios fueron moderados en Italia y Gran Bretaña después de la suspensión de la participación de sus monedas en el MTC.

Los directores recalcaron la importancia crucial de reforzar la cooperación de las políticas monetarias en Europa. Varios directores exhortaron al *staff* del FMI a que continuase sus trabajos para complementar los indicadores nacionales de cada país miembro sobre condiciones monetarias, actividad e inflación con otros comunes para todos los miembros del MTC. También animaron a las autoridades de los países miembros a que tomaran nota de lo ocurrido en el ciclo de inflación de los precios de los activos durante los últimos años de la década de los ochenta

[es decir, para evitar que estos precios subiesen sin medida, lo que inevitablemente causó que se hundieran luego en una deflación de deuda y de activos] para decidir como debe ser una política económica apropiada. Las consecuencias de ese ciclo han costado caras; a posteriori se ha constatado que, en parte, se debieron a errores en las políticas macroeconómicas y de supervisión que se siguieron entonces. Por ello, una inspección más estricta y prestar la atención debida a los movimientos de los precios de los activos, al decidir la política monetaria a seguir, son elementos esenciales para evitar que surjan los mismos problemas en el futuro.

El Comité recomendó, por unanimidad, emprender la consolidación fiscal [es decir, reducir el déficit a cuantías tolerables] en muchos países industriales -en particular, EE.UU., Canadá, Alemania, Italia, Gran Bretaña y otros países industriales más pequeños- como parte de su estrategia a medio plazo. Los directores recalcaron que, hasta la fecha, esa falta de consolidación fiscal había sido un fallo importante en la aplicación de ese elemento clave de la estrategia a medio plazo, y había constituido una limitación muy seria a las medidas de política económica a tomar durante la recesión de 1992-93. Los directores estimaron que la continuación de grandes déficit presupuestarios estructurales constituía un obstáculo crítico al desarrollo de la economía mundial, dada la necesidad de aliviar el déficit potencial del ahorro mundial a medio plazo, de reducir así los tipos de interés reales y de permitir, por lo tanto, una mayor inversión y una mayor creación de puestos de trabajo.

Los directores se congratularon de los esfuerzos de la administración estadounidense para enfrentarse con el problema del déficit y fomentar el ahorro y la inversión. Consideran que el Plan Económico norteamericano de febrero de 1993 representa y había constituido una limitación un avance importante en esta dirección. Sin embargo, muchos directores tomaron nota de que, incluso si el paquete fiscal norteamericano se cumplía en su totalidad, el déficit estructural en 1998 sería superior al 3% del PIB; es decir, estaría al mismo nivel que al final de los años ochenta. Dado también el elevado coste de la reforma del sistema sanitario, muchos directores consideraban necesarios esfuerzos adicionales para conseguir un nivel adecuado de consolidación fiscal [es decir, reducir el déficit] a medio plazo. La mayoría de los directores estimaba que las fuerzas naturales de la economía estaban, por sí mismas, haciendo salir de la recesión, por lo que consideraba que un estímulo fiscal era menos necesario que antes.

El Comité recalcó que los progresos realizados en Alemania para conseguir la consolidación fiscal, especialmente mediante cortes en los gastos y en los subsidios, contribuirían a reducir los desequilibrios macroeconómicos y facilitarían la necesaria reducción de los tipos de interés. En Gran Bretaña y en Italia, es evidentemente, necesario reducir los elevados déficit del sector público. En Francia, a pesar de la evolución relativamente sana de la situación presupuestaria en los últimos años, el deterioro posterior de la posición fiscal subyacente apunta también a la necesidad de consolidación a medio plazo. Por el contrario, en Japón, dado el riesgo de una recesión prolongada y el escaso impacto -mucho menor del que se esperaba- del paquete de medidas de expansión de agosto de 1992, será necesario mantener un nivel adecuado de estímulo fiscal en el futuro próximo. [El impacto del presupuesto complementario aprobado por la Dieta en diciembre de 1992 sólo se ha hecho sentir a principios de 1993].

Por lo tanto, los directores consideran necesarias las medidas para estimular la economía anunciadas por las autoridades japonesas en Abril de 1993, y esperan el análisis del *staff* del FMI sobre su impacto. Tomaron nota con aprobación de que la envidiable situación fiscal de Japón le permite tomar esas medidas estimuladoras sin poner en peligro la credibilidad de los objetivos fiscales a medio plazo.

Volviendo a un tema tratado en anteriores discusiones sobre la perspectivas económicas mundiales, los directores comentaron que ciertos factores cíclicos, unidos a la falta de reformas estructurales adecuadas en los mercados de trabajo, habían producido elevados niveles de paro en varios países industriales, especialmente en Europa. Las rigideces en los mercados de trabajo europeos han mantenido el paro a niveles altos, y han contribuido a la falta de confianza de los consumidores, a peticiones de subsidios a las industrias y a presiones sobre las políticas comerciales de los gobiernos. Los directores manifestaron su preocupación ante el hecho de que cuando la economía entra en recuperación, el anterior aumento cíclico del paro no desaparece por completo [*de modo que cada ciclo parte de un nivel de paro superior al del comienzo del ciclo anterior, lo que supone un tendencia permanente al aumento del paro*]. Recalaron que es preciso hacer menos hincapié en mantener el nivel de ingresos y que hay que concentrarse más en crear incentivos a una mayor movilidad del trabajo, en establecer una mejor formación profesional y un sistema de adiestramiento para hacer frente a cambios de empleo, y en establecer una estructura de salarios más flexible.

### **Políticas económicas de los países en desarrollo.**

En abril de 1993, los directores observaron que muchos países en desarrollo continuaban resistiendo con cierto éxito los impulsos a la baja de su actividad económica derivados de la debilidad de la economía en los países industriales. Este vigor relativo se debía sobre todo a los continuados esfuerzos para estabilizar y reformar la economía emprendidos por esos países, apoyados por entradas de capital, tipos de interés más bajos en el mercado internacional y acuerdos de reestructuración de la deuda.

En su reunión de septiembre de 1992, los directores alabaron los progresos hechos para liberalizar los mercados financieros en muchos países en desarrollo que, unidos a mejoras en sus legislaciones reguladoras de los mercados, han contribuido a movilizar el ahorro y a aumentar su eficiencia. Algunos directores hicieron notar que en algunos países en desarrollo [*por ejemplo Argentina*] la mejora en la economía coincidía con importantes entradas de capital y con repatriación de capitales. El aumento de estos flujos de capital se debían a una mayor confianza en el porvenir económico de esos países. Aun reconociendo los efectos positivos de esas entradas de capital, los directores estiman que en algunos casos necesita realizar ciertos ajustes en la política económica para evitar el recalentamiento de la economía.

En abril de 1993, algunos directores hicieron notar que en algunos de los países en desarrollo que habían reajustado con éxito sus economías, especialmente en Asia y en el hemisferio occidental; las entradas de capital habían contribuido a que apareciesen síntomas crecientes de recalentamiento. En tal caso, sería conveniente una política fiscal más rigurosa para permitir mayores inversiones [*privadas*] y una política monetaria también más rigurosa para contener las presiones inflacionarias y conseguir un crecimiento sostenido. Una cierta apreciación el tipo de cambio de la moneda nacional podría ser también conveniente en algunos casos.

Al discutir las políticas económicas de los países en desarrollo en septiembre de 1992, los directores tomaron nota también de que los desequilibrios fiscales [*es decir, los déficit*] habían sido reducidos en muchos países en desarrollo, y recalcaron la importancia de seguir por ese camino, especialmente reduciendo los gastos improductivos en áreas como gastos militares y subsidios, un consejo que también podía aplicarse a varios países industriales. Los directores se congratularon por la desaparición o reducción de barreras arancelarias en muchos países en desarrollo, especialmente en Latinoamérica. Otra evolución positiva ha sido la mejora de la situación de deuda de muchos países en desarrollo, derivada a veces de los progresos realizados



para reestructurar la deuda bancaria. Algunos países en desarrollo [*como Chile*] incluso habían podido acudir con éxito al mercado de capitales privados.

A pesar de muchos desarrollos prometedores, los directores observaron en abril de 1993 que las divergencias en el ritmo de crecimiento de los países en desarrollo tendían a aumentar en los últimos años. Además, muchos de ellos no habían sido capaces de mejorar en cuantía apreciable sus economías. La debilidad continuada de muchos países africanos era particularmente preocupante. Una deuda exterior elevada y un porcentaje del servicio de ésta sobre exportaciones igualmente elevado continuaban haciendo imposible el crecimiento. Para que la perspectiva económica de esos países mejore, es preciso apoyar las necesarias reformas en la política económica con una ayuda financiera adecuada, que incluya reducción de la deuda y créditos a bajo interés, tales como las "líneas de crédito estructural ampliadas" (*enhanced structural adjustment facility, ESAF*) o instrumentos posteriores análogos. En diciembre de 1992 algunos directores advirtieron que la debilidad de la economía de los países industriales podría perjudicar a los países en desarrollo [*dificultando sus exportaciones*], a pesar de las medidas para fomentar el desarrollo que estos pudiesen tomar.

Al examinar el análisis de la evolución económica realizado por el staff del FMI, los directores constataron, en abril de 1993, que los países en desarrollo con un mayor crecimiento económico mostraban ciertas características comunes que los diferenciaban de los demás; a saber, un porcentaje de ahorro sobre la renta mucho mayor, mayores inversiones tanto en capital físico como humano [*educación y formación profesional*] y un aumento más fuerte de la productividad, características que reflejaban reformas fundamentales que habían producido un entorno económico más estable y duradero. Además esos países han emprendido reformas para reducir o eliminar distorsiones estructurales, especialmente en los sectores comercial y financiero. Sin embargo, a la vista de lo ocurrido en algunos países industriales [*como Gran Bretaña, donde una desregulación financiera imprudente produjo una burbuja especulativa*], los directores advirtieron que la liberalización financiera debería ser acompañada por mecanismos apropiados de supervisión.

#### **Políticas económicas de los países en transición [*excomunistas*].**

En su reunión de abril de 1993, los directores se congratularon por los progresos sustanciales de algunos países e Europa Central y Oriental en su marcha hacia una economía de mercado. Los esfuerzos de dichos países para estabilizar sus economías y conseguir su reforma estructural estaban empezando a dar fruto. En algunos de ellos, la privatización de la economía estaba bastante adelantada y se estaban realizando importantes reformas fiscales, tales como cambios en el sistema tributario y la extensión de la seguridad social a los necesitados. Políticas monetarias y fiscales apropiadas habían mejorado la estabilidad macroeconómica, y en algunos países la producción había comenzado a aumentar de nuevo. De todos modos, seguía siendo necesario continuar con las medidas para instaurar una economía de mercado. Aunque se ha progresado notablemente en la privatización y en el establecimiento de los derechos de propiedad, una parte importante de la capacidad productiva, especialmente las grandes empresas, continuaba siendo propiedad del estado. Por lo tanto, era necesario y urgente completar al menos la plena comercialización de esas empresas.

Por el contrario, las perspectivas inmediatas de los estados sucesores de la antigua URSS son bastante más lúgubres que las de Europa Central y Oriental; lo más probable es que la producción continúe bajando a corto plazo. Particularmente preocupante es la inflación [*desbordada*] en algunos de esos estados causada por la excesiva creación de crédito por los bancos centrales

respectivos, por fuertes déficit gubernamentales y por [enormes] subsidios a las empresas estatales con pérdidas [casi todas]. Preocupaba también a los directores el que, al no realizarse los esfuerzos necesarios para conseguir una cierta estabilización, existiese un serio peligro de hiperinflación que podría hacer fracasar el proceso de reforma.

Las reformas ya realizadas en los estados sucesores de la URSS incluyen esfuerzos para comenzar la privatización, para reformar el sistema financiero, y para establecer un marco legal apropiado. Sin embargo, el progreso en esos terrenos ha sido muy desigual según los países. Los directores observaron que la reforma estructural y la estabilidad macroeconómica están estrechamente relacionadas y se refuerzan mutuamente, y recalcaron que para conseguir aumentar la producción y el nivel de vida, es esencial continuar los progresos en la reforma estructural, apoyados por la estabilización macroeconómica.

El Comité consideraba la cooperación internacional como un elemento indispensable para que la reforma continuase en los países excomunistas, especialmente en los sucesores de la extinta URSS, donde es necesario establecer sobre una nueva base las relaciones monetarias, financieras y comerciales. A este respecto, es crucial la ayuda, tanto financiera como técnica, de los gobiernos occidentales y de las instituciones internacionales, incluyendo la ayuda mediante el nuevo instrumento del FMI, la "línea de crédito para reformar del sistema económico" (*systemic transformation facility, STF*). Son igualmente importantes las inversiones directas realizadas por el sector privado, así como incrementar el comercio internacional. Para fomentar la actividad del sector privado, es preciso continuar con las reformas, pero además los países industriales deben también liberalizar el acceso a sus mercados de las exportaciones de los países excomunistas.

En su reunión de Septiembre de 1992 muchos directores recalcaron la necesidad de reforzar las políticas macroeconómicas y estructurales de los países excomunistas en un marco de cooperación mutua y global. Recalcaron que sería un error hacer más lenta la marcha hacia la estabilización macroeconómica, alegando que la lentitud en la reforma estructural del sistema no permitía ir más deprisa, sino que, al contrario, es necesario acelerar el ritmo de la reforma estructural del sistema para hacer posible una recuperación del crecimiento económico mayor y duradera. Recordando experiencias anteriores, varios directores observaron que una tal estrategia permitiría poner en marcha proyectos puntuales y transitorios que ayuden a las empresas que sean viables a adaptarse a la economía de mercado en el nuevo entorno de competencia.

#### **Previsiones sobre España.**

Al referirse a España, el informe estima que el PIB español disminuirá alrededor del 0,6% en 1993, y que podrá tener lugar una moderada recuperación en 1994, de modo que el PIB suba un 1,6%, pero añade que la recuperación para 1994 tiene un cierto grado de incertidumbre. *[más claramente no es segura ni mucho menos. Además no sería prudente confiar demasiado en pronósticos a largo plazo, por ilustre que sea su fuente].*

Según el informe, la inflación española en 1993 será un 4,7%, más de lo que había estimado hace algunos meses, a causa de las devaluaciones de la peseta. En 1994, la inflación será de un 4,1%. El déficit público español en 1993 será de un 6,5% del PIB, aumentando hasta un 7,1% en 1994. La competitividad de las exportaciones españolas no mejora lo que sería deseable. El déficit por cuenta corriente se mantendrá relativamente elevado en 1993, aunque mejorará algo sobre el año anterior.

La limitaciones objetivas [*imposibilidad de bajar los tipos de interés*] impuestas por la participación de España en el MTC del SME han contribuido, según el informe, a que el crecimiento económico español haya sido sustituido por un decrecimiento. También han contribuido a ello la debilidad de la demanda exterior, que se ha hecho sentir sobre las exportaciones españolas, y los altos tipos de interés en los mercados del resto de Europa.

#### **Previsiones para el resto de Europa.**

El PIB de la Comunidad Europea (CE) menguará levemente, un 0,2%, en 1993, y la recuperación que se prevé -con cierto grado de incertidumbre- para 1994 será también débil, sólo un 1,6% de aumento del PIB. Hace sólo 4 meses los expertos del FMI eran más optimistas: esperaban un crecimiento del 2,1% en 1994, lo que confirma su incertidumbre sobre la recuperación esperada. Los países europeos en los que disminuirá el PIB serán, según el informe, Alemania (con -1,6%), Francia (-1%), Holanda (-0,1%), Bélgica (-1%), Suecia (-1,7%), Suiza (-0,7%), Austria (-1,4%) y Finlandia (-4%), pero podrán recuperarse en 1994, aunque con crecimientos siempre menores del 1,5%.

La inflación media en la CE será este año de un 3,8% y de un 3,5% el año próximo. No se cree que la recuperación en Europa pueda empezar antes de fines de este año o de principios de 1994. El paro probablemente continuará aumentando durante gran parte de 1994, [*un retraso inevitable, ya que la baja del paro comienza por lo menos 6 meses después de empezar la recuperación, manifestada por un aumento del PIB*].

El informe considera insostenibles los fuertes déficit fiscales en muchos países de la CE [*sobre todo en Bélgica, un 130% del PIB, y en Italia, más de un 100%*], e indica que se ha reducido en Alemania, permitiendo así bajar los tipos de interés sin peligro de que aumente la inflación. Estima también que los países del SME han retrasado la recuperación de sus economías al no haber aprovechado la ampliación de las bandas de fluctuación acordada el 2 de agosto para bajar sus tipos de interés, ya que en ellos no existían, o eran leves, las presiones inflacionarias. [*No menciona sin embargo que hay una razón evidente para que Francia no baje los tipos a pesar de su recesión: si los baja la cotización del FF frente al DM bajará. Como, según el reglamento del SME, Francia tiene que devolver al Bundesbank dentro de 6 meses los -muchos- DMs que este le prestó para defender el FF, le conviene que, por ahora -durante 6 meses desde la última intervención-, la cotización del FF no baje, y para evitar que baje, no baja los tipos*].

De todos modos, aunque la ampliación de las bandas de fluctuación ha dado un mayor margen de libertad para bajar los tipos de interés, las políticas monetarias de los países del SME seguirán sometidas a la limitación objetiva que supone el riesgo de una depreciación excesiva de sus monedas.



# **SISTEMA FINANCIERO**

---



## **PERO, ¿COMO ES POSIBLE? O POR QUE HA SUBIDO LA BOLSA**

---

*Raimundo Ortega*

### **I. INTRODUCCION.**

**D**e acuerdo con las estimaciones más fiables publicadas a mediados de julio, la economía española registraba en el primer semestre del año un crecimiento negativo del 1%; el paro seguía aumentando al tiempo que la inflación no conseguía bajar del nivel del 4,5% a pesar de la atonía general de la demanda, sólo apuntalada por unas exportaciones vigorosamente reforzadas por las sucesivas devaluaciones de la peseta. Y por si ello fuera poco, las Administraciones Públicas, encabezadas por la Central, siguen imperturbables gastando mucho más de lo que recaudan, hasta el punto que, para este año, el Gobierno no tiene empacho alguno en reconocer, después de predicar durante muchos meses lo contrario, un déficit del orden del 6% del PIB estimado.

Con este desastroso transfondo, al que últimamente adornan las conversaciones para conseguir una Triple Alianza contra el paro, la Bolsa surge esplendorosa y supera a finales de agosto la mítica cota del 300, perdida hace tres años con ocasión de la invasión de Kuwait por Irak.

Tan espectacular alza no es, con todo, fruto de las calenturas de agosto, aun cuando en ese mes se superan todos los niveles anteriormente conseguido y la contratación registra el mayor incremento porcentual de todas las Bolsas europeas, con excepción de la italiana; por el contrario, desde comienzos de año y mes tras mes la Bolsa ha estado subiendo -véase el gráfico núm. 1-, aparentemente indiferente a la delicada situación de la economía española y ante la perplejidad del resto de los mortales -especialmente los analistas macroeconómicos- que no aciertan a captar las claves interpretativas que los expertos bursátiles manejan para explicar tan radical divorcio.

Este trabajo -redactado en la última decena del mes de septiembre- pretende un objetivo muy modesto, derivado de una tesis muy sencilla. El objetivo consiste en explicar por qué ha subido la Bolsa; la tesis subyacente es que el divorcio o falta de entendimiento entre los analistas bursátiles y los macroeconómicos es debido a diferencias de lenguaje y, sobre todo, de instrumentos de análisis. Veamos si consigo lo que me propongo, sin aburrir al lector.

### **II. EL PANORAMA BURSATIL Y SUS CLAVES EXPLICATIVAS.**

En el número de "CUADERNOS" correspondiente a los meses de julio y agosto, los Profesores Fuentes Quintana y Alcaide Inchausti analizaban la situación de la economía española en pleno verano, trazando un panorama preocupante de la misma que conviene ahora resumir.

Inmersa en el contexto recesivo de la economía mundial y afectada por el cúmulo de incertidumbres que atenaza el proceso de integración europea, nuestra economía vive uno de sus

momentos más críticos, como lo muestra un PIB que registrará probablemente un descenso del orden del 1% para el año en curso y una demanda interna que cae tanto en sus componentes de consumo como de inversión -especialmente en su apartado de bienes de equipo-, localizándose en la construcción el único rayo de optimismo en este componente básico de la demanda.

La caída del empleo, con el carácter dramático que revelaron las cifras de la Encuesta de Población Activa del segundo trimestre del año -una tasa de paro del 22,3%, que se prevé por el propio Gobierno que aumente algo en el segundo semestre del año-, señalaba la gravedad del problema del paro al tiempo que el tiempo transcurrido sin que se esboce el más mínimo esfuerzo serio para contenerlo subraya la dificultad de encontrar una solución a un escollo que la sociedad tiene enquistado desde hace mucho tiempo. Esa difícil solución exhibe su muestra más clara en la negativa de los Sindicatos -pero también de amplios sectores sociales y políticos- en aceptar la imposibilidad de mantener un crecimiento salarial -superior al 6,5%, según las últimas informaciones- que sobrepasa habitualmente el ritmo de inflación y es ajeno por completo al aumento de la productividad.

Esa indiferencia de la sociedad española ante la gravedad de los problemas es debida, en muy buena parte, a su rechazo frontal a aceptar los correspondientes sacrificios exigidos para su solución. Quizás no exista mejor prueba de ello que la evolución del déficit de las Administraciones Públicas, que sigue incrementándose a un ritmo explosivo. En efecto, en el documento titulado "Líneas de Política Económica y Presupuestaria", entregado por el Gobierno a Patronal y Sindicatos a comienzo del pasado mes de agosto, se admitía un déficit de aquéllas del 6,6% del PIB, del cual el 5,9% nada menos correspondería al Estado.

Como bien señalaban los Profesores Fuentes Quintana y Alcaide Inchausti, sólo la mejora registrada en la balanza de bienes y servicios -producto tanto de la recuperación de las exportaciones, favorecidas por las sucesivas devaluaciones de la peseta, como de la caída de las importaciones, consecuencia del debilitamiento de la demanda interna- constituía una nota positiva en ese sombrío panorama, si bien matizada por el negativo comportamiento de las balanzas de rentas y de capitales.

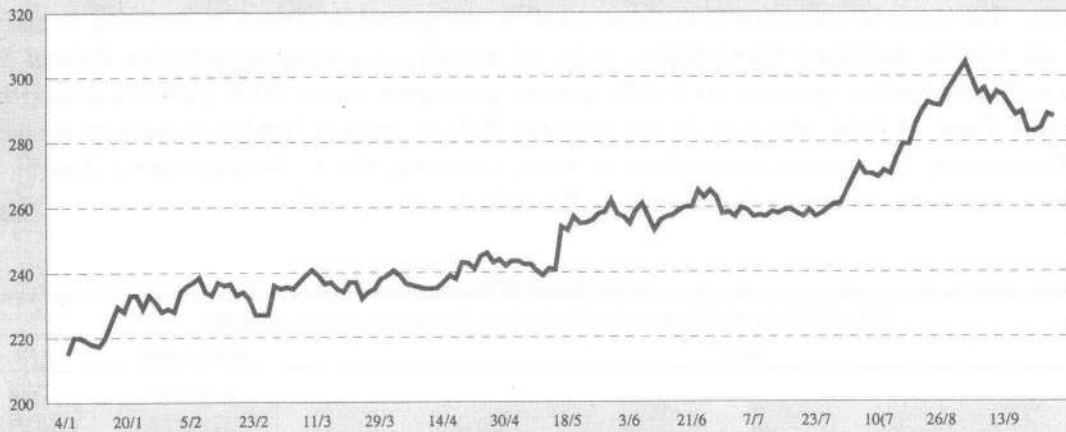
Con este transfondo, que se puede calificar de muchas formas menos de optimista, la Bolsa despliega un tono alcista que para muchos resulta sorprendente a la par que inexplicable.

En efecto, desde principios de año el mercado bursátil ha mostrado una evolución alcista que se acentuó en mayo, probablemente ante los pronósticos de un triunfo del Partido Popular en las elecciones del 6 de junio, pero que -como muestra el cuadro núm. 1- se ha traducido en aumentos no sólo de los precios sino también de las cantidades contratadas muy superiores a los de idénticos meses del año pasado. No podemos olvidar tampoco que se trataba de un fenómeno no circunscrito al mercado de acciones; en el gráfico núm. 2 -relativo a la inversión de no residentes en el mercado de deuda pública- y en el cuadro núm. 2 -que refleja lo sucedido en los mercados de productos derivados- puede observarse idéntica tendencia. En otras palabras, los mercados estaban mostrando una valoración al parecer muy diferente no tanto de la situación como de las perspectivas de la economía española.

¿Podría, quizás, resumirse ese diferente juicio en la frase según la cual "cuanto peor ahora mejor después"? Intentemos, en todo caso, un análisis más pormenorizado.

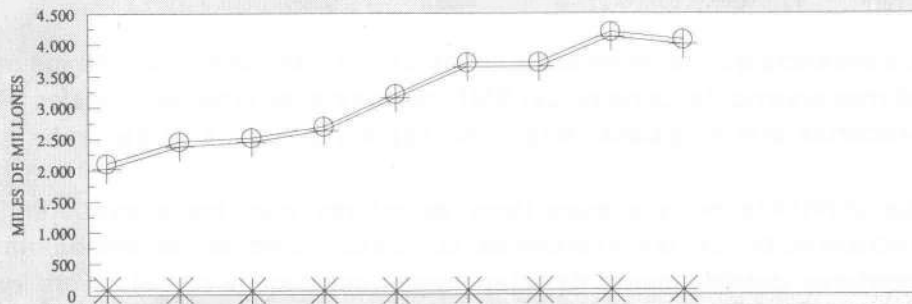


**GRAFICO NUM. 1**  
**INDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID**



ENERO- 21 AGOSTO 1993

**GRAFICO NUM. 2**  
**INVERSIONES DE NO RESIDENTES EN DEUDA PUBLICA**  
**AÑO 1993**



MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
INVERSION TOTAL	2.110	2.455	2.515	2.699	3.213	3.712	3.716	4.199	4.072			
BONOS Y OBLIGACIONES	2.025	2.381	2.451	2.633	3.154	3.645	3.645	4.120	3.997			
LETRAS	84	74	64	66	60	68	71	78	75			

OBSERVACION 03/09/93

FUENTE: BANCO DE ESPAÑA

El primer rasgo que conviene destacar es que la Bolsa española no estaba sola en esa actitud optimista a pesar del difícil contexto económico de base que sufren las principales economías occidentales. Tal y como muestra el cuadro núm. 3, las grandes bolsas mundiales registraban a mediados de agosto avances apreciables, pues en el bimestre junio-agosto las Bolsas de la CE mas Suiza y Suecia habían ganado un 8,4% -que se convertía en un 19% para el correspondiente período anual. Pero es más, algunas de las grandes Bolsas citadas habían superado en 1993 sus máximos históricos; tal era el caso de Nueva York, Londres, París, Amsterdam y Zurich, y otras estaban muy cerca de conseguirlo- Madrid y Francfort, por ejemplo.

CUADRO NUM. 1

MILLONES DE PESETAS CONTRATADAS EN LA BOLSA DE MADRID		
MES	AÑO 1992	AÑO 1993
ENERO .....	326.603	326.502
FEBRERO .....	329.873	332.455
MARZO .....	302.981	428.481
ABRIL .....	330.453	299.443
MAYO .....	253.366	558.337
JUNIO .....	257.428	422.421
JULIO .....	269.320	403.021
AGOSTO .....	158.734	479.822
TOTAL PERIODO .....		
ENERO-AGOSTO .....	2.228.578	3.250.482

Fuente: BOLSA DE MADRID.

Las razones han sido varias, pero creo que merecen destacarse especialmente las siguientes:

- a) Una visión optimista respecto a las perspectivas económicas para 1994. Esa visión combina un crecimiento real del orden del 2,5% para los países del área de la OCDE -frente a un 1,4% previsto para este año- con una inflación que se mantiene en niveles modestos -algo menos del 3%.
- b) La creencia que la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas incluidas en el mecanismo de cambios del SME, permitiría recortes adicionales de los tipos de interés -recortes que en países tales como España o Francia se esperaba fuesen sustanciales.
- c) La confianza en que esos tipos de interés más bajos ayudarán tanto a una pronta recuperación de las economías europeas como de la americana -descartándose un posterior debilitamiento de la japonesa-, combinada con el efecto inmediato derivado de la menor rentabilidad de la renta fija.
- d) El convencimiento que, a diferencia de la situación previa al "crash" de octubre de 1987, -la inmensa mayoría de las grandes Bolsas- con la notable excepción de la alemana -están infravaloradas en la actualidad- siendo la americana, francesa y japonesa los tres casos más claros.
- e) En consecuencia, tanto la inmensa mayoría de los analistas como los propios inversores institucionales desechan, en las actuales circunstancias, la repetición de un descalabro semejante al de octubre de 1987. La razón fundamental reside en el escaso o nulo valor que hoy en día se da a los elevados PER existentes, habida cuenta que este indicador se califica como muy poco fiable a la hora de prever la tendencia futura de los mercados bursátiles.

CUADRO NUM. 2

CONTRATACION EN EL MERCADO DE PRODUCTOS DERIVADOS

VOLUMEN AÑO 1992-93

MES	OPCIONES	FUTUROS	OPCIONES	TOTAL
	IBEX	IBEX	ACCIONES	
	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)
AGOSTO	182.296	248.047		430.343
SEPTIEMBRE	222.160	442.217		664.377
OCTUBRE	220.649	431.609		652.258
NOVIEMBRE	249.491	450.322		699.813
DICIEMBRE	251.198	385.238		636.436
ENERO	220.730	426.996		647.726
FEBRERO	254.757	555.383	2.590	812.730
MARZO	185.326	540.992	12.109	738.427
ABRIL	246.139	550.612	13.464	810.215
MAYO	358.343	729.941	15.239	1.103.523
JUNIO	359.602	879.208	22.973	1.261.783
JULIO	256.978	622.734	16.138	895.850
AGOSTO	294.422	888.766	10.522	1.193.710

MEDIA DIARIA CONTRATACION AÑO 92/93

MES	OPCIONES	FUTUROS	OPCIONES	TOTAL
	IBEX	IBEX	ACCIONES	
	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)
AGOSTO	8.681	11.812		20.493
SEPTIEMBRE	10.098	20.101		30.199
OCTUBRE	10.507	20.553		31.060
NOVIEMBRE	12.475	22.516		34.991
DICIEMBRE	13.221	20.276		33.497
ENERO	11.617	22.473		34.090
FEBRERO	12.738	27.769	1.295	41.802
MARZO	8.424	24.591	550	33.565
ABRIL	12.307	27.531	748	40.586
MAYO	17.064	34.759	726	52.549
JUNIO	16.346	39.964	1.044	57.354
JULIO	11.681	28.306	734	40.721
AGOSTO	14.020	42.322	501	56.843

OPEN INTEREST A VENCIMIENTO

MES	OPCION	FUTURO	OPCION	TOTAL
	IBEX	IBEX	ACCIONES	
	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)
AGOSTO	75.323	55.657		130.980
SEPTIEMBRE	67.870	74.120		141.990
OCTUBRE	83.930	76.076		160.006
NOVIEMBRE	105.527	95.933		201.460
DICIEMBRE	127.137	79.983		207.120
ENERO	63.873	65.887		129.760
FEBRERO	106.906	99.250	1.770	200.926
MARZO	74.080	99.803	6.639	180.522
ABRIL	81.174	109.716	6.685	197.575
MAYO	176.357	153.683	9.608	339.648
JUNIO	163.879	268.112	14.701	446.692
JULIO	127.755	222.251	9.013	359.019
AGOSTO	163.016	269.043	10.339	442.398

Fuente: M.E.F.F. RENTA VARIABLE, Boletín Mensual, Agosto de 1993.

- f) Por último y combinando varios de los rasgos antes escritos -a los que cabe unir la apreciación del dólar frente a varias divisas europeas-, las recomendaciones de diversos bancos de inversión y analistas americanos, que han revisado al alza sus consejos anteriores de comprar en los mercados europeos, han influido decisivamente.

CUADRO NUM. 3

EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES								
		DOW JONES	FT-100	NIKKEI	COMMERZBANK	CAC-40	MIB	
	MADRID	N. YORK	LONDRES	TOKIO	FRANCFORT	PARIS	MILAN	
1986	208,31	1.895,95	1.679,00	18.701,30	2.064,40	N.C.	1.479,00	
1987	227,18	1.938,83	1.712,70	21.217,00	1.299,70	1.000,00	1.008,00	
1988	274,43	2.168,57	1.793,10	30.159,00	1.651,90	1.573,90	1.219,00	
1989	296,60	2.753,20	2.422,70	38.915,87	2.190,21	2.001,28	1.420,00	
1990	223,25	2.633,66	2.149,40	23.848,70	1.701,20	1.517,93	750,00	
1991	246,24	3.168,83	2.439,10	22.983,70	1.804,50	1.765,66	981,00	
	Noviembre	246,42	2.894,68	2.420,20	22.687,35	1.789,40	1.739,70	1.001,00
	Diciembre	246,24	3.168,83	2.439,10	22.983,70	1.804,50	1.765,66	981,00
1992	Enero	255,03	3.223,39	2.751,20	22.023,05	1.933,50	1.875,25	1.066,00
	Febrero	266,51	3.267,67	2.562,10	21.338,81	2.010,90	1.983,38	1.057,00
	Marzo	255,47	3.235,47	2.440,10	19.345,95	1.974,60	1.942,40	989,00
	Abril	248,73	3.359,12	2.654,10	17.390,71	1.972,90	2.031,14	991,00
	Mayo	261,06	3.396,88	2.707,60	18.347,75	2.035,80	2.033,29	980,00
	Junio	238,31	3.318,52	2.515,80	15.951,73	1.960,90	1.900,63	893,00
	Julio	216,32	3.393,78	2.399,60	15.910,28	1.798,50	1.754,67	787,00
	Agosto	204,97	3.257,35	2.312,60	18.061,12	1.709,00	1.684,88	767,00
	Septiembre	192,95	3.271,66	2.553,00	17.399,08	1.647,10	1.736,73	717,00
	Octubre	198,47	3.226,28	2.658,30	16.767,40	1.670,20	1.742,20	871,00
	Noviembre	213,86	3.305,16	2.778,80	17.683,65	1.715,10	1.771,37	863,00
	Diciembre	214,25	3.301,11	2.846,50	16.924,95	1.704,40	1.857,78	884,00
1993	Enero	229,95	3.310,03	2.807,20	17.023,78	1.744,40	1.772,21	1.075,00
	Febrero	232,89	3.370,81	2.868,00	16.953,35	1.865,60	1.983,71	1.133,00
	Marzo	241,29	3.435,11	2.878,70	18.591,45	1.886,60	2.031,38	1.049,00
	Abril	244,37	3.427,55	2.813,10	20.919,18	1.822,70	1.939,03	1.163,00
	Mayo	257,19	3.527,43	2.840,70	20.552,35	1.820,90	1.888,70	1.191,00
	Junio	259,84	3.516,08	2.900,00	19.590,00	1.874,70	1.971,87	1.183,00
	Julio	269,96	3.539,47	2.926,50	20.380,14	1.997,40	2.085,88	1.242,00
	Agosto	303,12	3.651,25	3.100,00	21.026,60	2.126,60	2.216,49	1.389,00
	Máximo anual	304,88	3.651,25	3.100,60	21.076,00	2.126,60	2.216,49	1.390,00
	Mínimo anual	215,60	3.241,95	2.737,60	16.287,45	1.694,30	1.772,21	895,00

Las alzas experimentadas por nuestra Bolsa han participado, beneficiándose de ellas, de todas estas razones, que han sido debidamente traducidas por analistas e inversores a las pautas propias de nuestra situación económica y financiera. Desde el punto de vista de quien estudia la situación española con una óptica macroeconómica, la tarea más apasionante, sin duda, es examinar cuáles han sido los juicios y los comportamientos que han llevado al auge bursátil.

Tal y como he indicado antes, la Bolsa venía mostrando una clara tendencia alcista desde comienzos de año, sin que los negros pronósticos económicos ni las cada vez mayores

incertidumbres políticas influyeran en esa opinión. Se pensaba, por así decirlo, que la difícil situación provocaría, tarde o temprano, un descenso de los tipos de interés y la adopción de medidas estructurales dirigidas tanto a flexibilizar el mercado de trabajo como a reforzar la competitividad de nuestros bienes y servicios. La convocatoria de elecciones generales y los pronósticos de una posible victoria del principal partido de la oposición reforzaron esos juicios. Una vez más, parecía que la Bolsa desempeñaba fielmente su papel de "indicador adelantado", del que tanto se enorgullece.

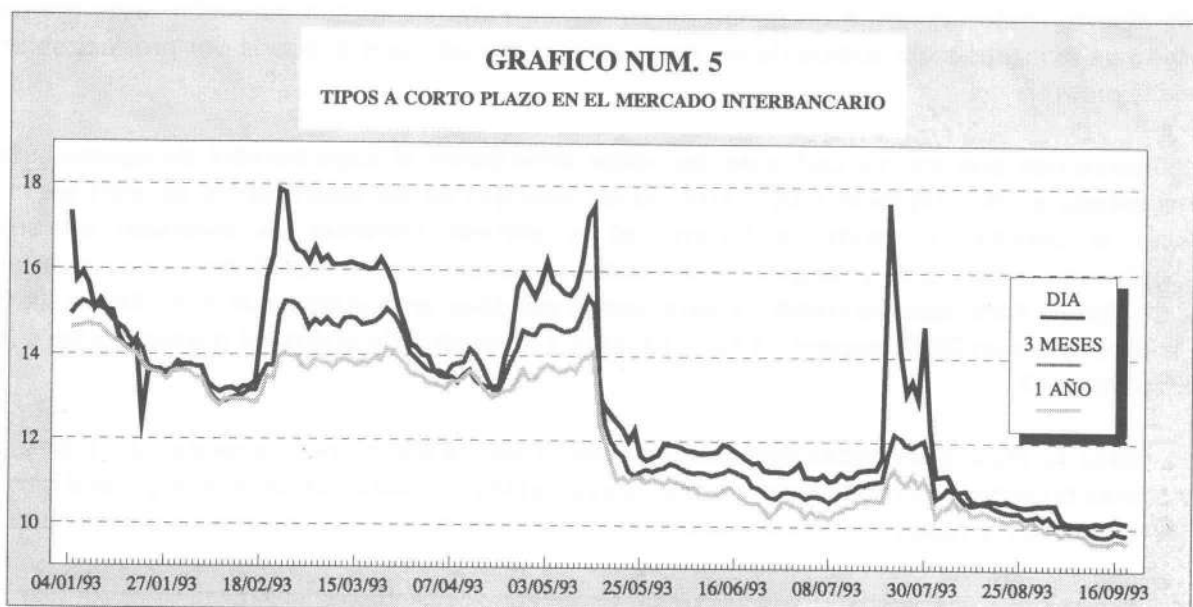
CUADRO NUM. 4

UN EJEMPLO DEL ANALISIS BURSATIL DESPUES DE LAS ELECCIONES DEL 6-J			
	1	2	3
FACTOR TIPOS DE INTERES	TIR OBLI10 9,5%-10%	TIR OBLI10 10-10,5%	TIR OBLI10 ≥ 11%
FACTOR POLITICO			
ESTIMACION NEUTRA (SIN FACTOR POLITICO)	IGBM ESTIMADO 277	IGBM ESTIMADO 265	IGBM ESTIMADO 240
A GOBIERNO COALICION	(*) FACTOR CORRECTOR +3	(*) FACTOR CORRECTOR +5	(*) FACTOR CORRECTOR +15
B GOBIERNO MONOCOLOR APOYO PREDEFINIDO	(*) FACTOR CORRECTOR -2	(*) FACTOR CORRECTOR 0	(*) FACTOR CORRECTOR +10
C GOBIERNO MONOCOLOR SIN APOYO PREDEFINIDO	(*) FACTOR CORRECTOR -7	(*) FACTOR CORRECTOR -5	(*) FACTOR CORRECTOR 0
■■■■ ESCENARIOS MAS PROBABLES. (*) SOBRE ESTIMACION NEUTRA. Fuente: B.B.V. INTERACTIVOS. <i>Análisis y Estrategia Bursátil</i> , Julio de 1993.			

El cuadro núm. 2, antes citado, recoge el número de contratos negociado en los mercados de productos derivados -futuros y opciones tanto sobre el índice IBEX como sobre algunas acciones concretas. Es interesante observar que en el trimestre abril-junio, en el que el índice general de la Bolsa de Madrid subía un 7,6% -menos que en trimestre anterior, 8,63% y en el bimestre posterior, 16,17%-, tanto por el número de contratos -casi 3,2 millones- como por el interés abierto -prácticamente un millón de contratos estaban en esa situación- este mercado apuntaba ya la intensísima subida de los mercados al contado que acabaría por producirse en el mes de agosto.

La fuerza con que los mercados de derivados anticiparon el auge bursátil de agosto estaba fundamentada en dos factores muy claros: **a)** las ventajas de las operaciones de arbitraje -comprar al contado y vender a futuro-, **b)** la entrada continua de inversión extranjera -principalmente americana- y dirigida, sobre todo, hacia los valores españoles que cotizan en la Bolsa de Nueva York -aprovechando la apreciación del dólar americano, que a mediados de julio llegó a ser casi de un 28% respecto a su cotización a mediados de enero del presente año- véase el gráfico núm. 3.

De todas formas, a las pocas semanas de celebradas las elecciones generales del 6 de junio, los analistas bursátiles se mostraban cautos. Mayo había concluido con un índice general situado en el nivel del 257 y todos los ojos estaban puestos en dos hechos considerados claves: uno, de



carácter económico, el margen existente para un descenso de los tipos de interés en un contexto de reducciones concertadas en el marco europeo; otro, de raíz política, los posibles pactos del futuro Gobierno con los Nacionalistas y, en especial, con Convergencia y Unión.

Con esos condicionantes, el cuadro núm. 4 recoge bastante bien, en mi opinión, el análisis dominante en esos momentos. Como puede comprobarse, una de las mayores sociedades de valores y bolsa del país situaba entre 270 y 275 el posible índice general de la Bolsa de Madrid en el caso de un descenso de los tipos de interés de las Obligaciones del Estado a 10 años hasta niveles del 9,5-10% y suponiendo la existencia de un Gobierno monocolor con o sin apoyo predefinido de los Nacionalistas.

Es muy importante subrayar como los inversores extranjeros confiaron ciegamente en un descenso de nuestros tipos de interés. La anticipación de esa tendencia a la baja la recogió el mercado de deuda pública, que registró a partir de abril entradas masivas de fondos de no-residentes, orientados a la inversión en deuda a medio y largo plazo -gráfico núm. 2- la cuantía de la inversión extranjera en renta variable es una de las estadísticas menos fiables de nuestro mercado de capitales; de todas formas, las estimaciones más fiables la sitúan en torno al 25% de la cifra global recogida en el cuadro núm. 1. Apoyados en la apreciación del dólar y en la subida de los precios causada por el descenso de los tipos de interés, esa inversión ha logrado en muchos casos rentabilidades del orden del 22% en dos meses.

Julio fue un mes de transición -el índice subió casi un 4%- dominado por las incertidumbres políticas domésticas y las dudas sobre la posibilidad de posteriores descensos de los tipos de interés, con el transfondo de un marco débil y una peseta cuya fortaleza parecía ser un tanto artificial. Así las cosas, el gran acontecimiento lo provocó la negativa del Consejo del Bundesbank a reducir el tipo lombardo en su reunión del 29 de julio y la tormenta cambiaria que ello originó. El resultado adoptado por los Ministros del ECOFIN, con la consiguiente ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas componentes del mecanismo de pagos hasta un 15% se interpretó, unánimemente, como el pistoletazo de salida para un descenso generalizado de los tipos de interés.

Y lo cierto es que los hechos dieron pronto la razón a quienes así pensaban. Poco a poco y con mayor o menor amplitud, los Bancos Centrales europeos, incluyendo al Banco de España, fueron reduciendo los tipos a corto plazo y provocando así un descenso, más o menos pronunciado, de los tipos a largo.

Tal y como puede observarse en los gráficos núm. 4 y 5, las previsiones resultaron ciertas. El tipo a tres meses en el mercado interbancario de depósitos había descendido a finales de agosto casi 4,7 puntos porcentuales respecto a sus niveles de mediados de enero y el tipo a largo, reflejado por las Obligaciones del Estado a diez años, habían bajado de una rentabilidad del 14%, que ofrecían a comienzos de enero, a niveles inferiores al 10%, por primera vez en su historia reciente. Además, otro dato reforzaba el optimismo del mercado, el diferencial entre las Obligaciones españolas y los "Bund" alemanes se había reducido por debajo de los tres puntos -exactamente 2,8- y se estimaba que podría llegar a final de año a 2,2 puntos.

Cierto que la Bolsa española comenzaba a encarecerse. El PER medio del período 1990-1992 había sido del orden del 9 y a mediados de agosto se situaba en el 13,6. Pero dos hechos tendían, a los ojos de los analistas y del propio mercado, a difuminar la importancia de este dato. En primer lugar y a juzgar por ese indicador, la Bolsa española era una de las más baratas del mundo. A esas mismas fechas, mediados de agosto pasado, el PER de los mercados de Londres,

Francfort y París era, respectivamente, 18,6, 21 y 15,6. El otro factor primordial residía en la importancia que los analistas daban a los tipos de interés como factor adecuado para descontar la tendencia futura de la Bolsa. Según este tipo de análisis nuestra Bolsa estaba -y está- claramente infravalorada. Suponiendo un nivel de tipos a corto plazo del 9%, esa infravaloración se cifra entre un 16 y un 21%; por lo tanto, el índice general de la Bolsa de Madrid podría llegar a finales de año a un nivel del 310 y alcanzar nada menos que el 340 en el verano de 1994, caso de proseguir el descenso de los tipos a medio y largo plazo. A parecidas conclusiones se llega cuando se toman los beneficios empresariales como variable clave. El razonamiento se apoya en este caso en la posible reactivación de la actividad económica que ese descenso propicie así como en la mejora de las cuentas de las sociedades, empezando por las eléctricas -que dado su nivel de endeudamiento son las más directamente beneficiadas por ese movimiento- y continuando por los bancos -cuya tasa de morosidad se confía comience a disminuir a partir del segundo semestre del año próximo. En todo caso, si los tipos a largo se situaran en 1994 entre el 9 y el 8,5% y los beneficios de las empresas incluidas en el índice IBEX fuesen del orden del 6,5%, el índice general de la Bolsa de Madrid podría fluctuar entre el 310 y el 345. Como es lógico, en este tipo de razonamiento las previsiones de incrementos de los beneficios se incorporan progresivamente en los modelos de valoración al uso entre los analistas bursátiles y los resultados ofrecen pronósticos para los meses finales de 1994 y comienzos de 1995.

### III. CONCLUSIONES.

Con una economía muy debilitada y con unas perspectivas inciertas en lo que a sus principales variables se refiere -crecimiento, inflación, evolución del empleo, déficit público, futuro del tipo de cambio de la peseta, posibilidades de introducir reformas que flexibilicen su funcionamiento y refuercen su escasa competitividad-, la Bolsa española ha mostrado hasta principios de septiembre un optimismo continuado que se ha traducido en un alza espectacular tanto de sus precios como de los volúmenes negociados. Por añadidura, ese optimismo se ha visto apoyado por la confianza de los inversores extranjeros -especialmente institucionales americanos-, que han apostado por un descenso de nuestros tipos de interés y por un tipo de cambio favorable a sus aspiraciones de lograr tanto en los mercados de deuda pública como de acciones rentabilidades mucho más altas que las ofrecidas en sus propios mercados.

Pero, como he intentado recordar en el segundo apartado de ésta mi contribución a CUADERNOS, no podemos desgajar lo sucedido en la Bolsa española del contexto más general en que se han movido las restantes grandes bolsas mundiales, empezando por las europeas. La confianza en una recuperación de la economía mundial en 1994, compatible con la continuidad de una inflación baja ha apoyado una visión optimista del futuro de los mercados bursátiles para los próximos doce meses y con la ausencia de acontecimientos graves en zonas geo-políticas estratégicas, tales como Oriente Medio o la antigua Unión Soviética. Esa visión recibió un espaldarazo definitivo con la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas incluidas en el mecanismo de cambios del S.M.E., interpretado unánimemente como anuncio de un descenso generalizado de los tipos de interés en Europa; lo cual favoreció los flujos de inversión hacia los mercados de nuestro continente, y de forma más destacada hacia aquéllos como el español y el francés, en los cuales existía margen para que la baja de los tipos fuese más acusada.

La tesis central de este trabajo es que los analistas bursátiles suelen ser por tendencia -no me atrevo a decir que por deformación profesional- más optimistas, a la par que atrevidos, que los analistas macroeconómicos. La interpretación de los datos macroeconómicos es, -por lo tanto,



muy diferente en unos y en otros. En el curso de los tres o cuatro últimos meses las dos premisas básicas que han guiado sus pronósticos -y no se olvide que las publicaciones en que éstos se recogen son leídas atentamente por centenares de personas de quienes dependen las decisiones de invertir o no- han sido las dos siguientes: a) la economía mundial comenzará a recuperarse a finales de 1993 y comienzos de 1994, sin que la inflación constituya a medio plazo un obstáculo para la misma; b) los tipos de interés descenderán en EE.UU. y Japón se encuentran ya en los niveles más bajos de su historia reciente, en Europa forzosamente bajarán tanto por la necesidad en que los Gobiernos se encuentran de reactivar sus débiles economías como porque la ampliación de las bandas del mecanismo de cambios del S.M.E. así lo permite.

En esas condiciones, el criterio de valoración de los mercados no es ya el PER -o el valor en libros de las compañías cotizadas- sino el tipo de interés. Y así como de acuerdo con los dos primeros podría considerarse que los mercados de renta variable están caros, incluso si tomamos en consideración un pronóstico optimista respecto a los beneficios empresariales en 1994, con unos tipos de interés a la baja, en un contexto inflacionista controlado, cabe aceptar la posibilidad de multiplicadores precio/beneficio más altos para el año venidero.

Repárese que la contención de la inflación es un supuesto clave en tales pronósticos, pues el tipo de interés real resulta ser la variable determinante. Prueba de ello es que una ligera desviación alcista respecto a los pronósticos del mercado sobre el índice de precios al por mayor en Gran Bretaña se tradujo, hace unos días, en una pérdida del 1,5% del índice del *Financial Times* para la renta variable. El caso de los mercados de renta fija es, incluso, más paradigmático. Las expectativas de descenso en los tipos de interés canalizaron cuantiosos flujos de inversión hacia ellos, pero la realidad actual es que, por ejemplo, los Bancos centrales de Francia y Bélgica han sido muy cautos a la hora de bajar sus tipos -temerosos, sin duda, de propiciar un descenso brusco en la cotización de sus respectivas divisas- y nadie puede predecir la actitud del Bundesbank en los próximos meses, incluso si la recesión alemana continuara.

En algunos de esos mercados, tales como el americano o el inglés, la subida de los precios en los activos de renta fija ha estado muy apoyada por una circunstancia especial que podría desaparecer de la noche a la mañana y que es la siguiente: ante una demanda de créditos bastante débil, los bancos han aprovechado los bajos tipos de interés a corto plazo para financiar la adquisición por cuenta propia de papel a medio y largo plazo. Pero ante la menor señal de que la curva de tipos de interés se vuelve contra ellos no vacilarán en deshacerse de esas carteras, provocando un descenso brusco de los precios.

El auge de los mercados españoles, tanto de renta fija como variable, se ha fundado en unas pautas muy semejantes pero adaptadas a la peculiar situación política y económica que caracteriza nuestro país.

Es cierto que los tipos han bajado y que se ha estrechado el diferencial con los tipos de los Bonos alemanes, con lo cual los precios en los mercados de renta variable y fija han subido, atrayendo una abundante inversión extranjera. Y es probable también, al menos esa es la opinión dominante en el mercado y entre sus analistas en el momento de redactar este trabajo, que se produzca un nuevo descenso, que llevaría la rentabilidad de las Obligaciones del Estado a 10 años a niveles del 8,5% a finales de año. Por añadidura, los menores tipos de interés se reflejarán en los balances de las compañías -especialmente las eléctricas- que podrán empezar a recomponer sus beneficios en el próximo ejercicio. Pero el hecho que me interesa destacar es que, en último término, la euforia bursátil se ha basado casi exclusivamente en el descenso de los tipos de interés, olvidando la existencia de incertidumbres que, aun cuando difuminadas durante el verano,

no han desaparecido. Y aquí reside una de las claves para interpretar ese futuro que los analistas bursátiles tiende a juzgar en términos más favorables que los analistas macroeconómicos, lo cual explica la evidente divergencia en sus recomendaciones, divergencias que a éstos últimos les produce siempre una embarazosa perplejidad.

Hasta ahora esos análisis, y por lo tanto el propio mercado, estaba descontando el mejor de los escenarios posibles respecto a los hipotéticos acuerdos en el Pacto Social y en la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado. Si por las razones que sean, y no es este trabajo la mejor ocasión para entrar en ellas, no se consigue un acuerdo claro de moderación salarial y unos presupuestos que anuncien para 1994 una moderación creíble del déficit público, podría iniciarse una fase de elevada volatilidad en los mercados. En ese caso comenzarían a recuperar su primacía en el análisis bursátil las variables en que los macroeconomistas suelen hacer hincapié: evolución de la inflación, inestabilidad del tipo de cambio de la peseta, continuación de la fuerte apelación del Tesoro a los mercados de fondos, incertidumbres respecto a la evolución futura de los tipos de interés, entre otros.

Y lo cierto es que en las dos últimas semanas hemos tenido una buena prueba de la situación de incertidumbre que se acaba de describir: los resultados más visibles de la misma han sido una disminución del saldo de deuda pública en poder de no-residentes del orden de los 200.000 millones de pesetas y un descenso del índice general de la Bolsa de Madrid, que sin romper la cota del 280 -que se muestra como un soporte sólido por el momento- ve difícil recuperar el legendario nivel del 300 sin la ayuda de nuevos descensos de los tipos de interés del Tesoro y del Banco de España o de noticias alentadoras que provengan de las negociaciones para lograr un Pacto Social y de las conversaciones políticas para remachar la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado.

Al concluir este breve trabajo no se me ocurre mejor imagen que la de señalar cómo la divergencia analítica -lo que he calificado de existencia de una barrera sustentada en el uso de "dos lenguajes"- entre los estudiosos de la situación macroeconómica y los de la bursátil está convergiendo. Esa convergencia se produce, además, porque los segundos comienzan a filtrar por un tamiz mucho más estrecho el optimismo que les dominó durante la primavera y el verano. El futuro de la Bolsa en 1994 dependerá de qué escuela de pensamiento tiene razón: si la bursátil, más atrevida y confiada, o la macroeconómica, más cauta y desilusionada.

## LOS DESCENSOS DE TIPOS DE INTERES, EL SISTEMA BANCARIO Y LA ECONOMIA ESPAÑOLA

---

*Analistas Financieros Internacionales*

### Hacia un nuevo escenario de tipos de interés nominales.

Varios elementos, de carácter doméstico unos e internacional otros, **permiten, en nuestra opinión, perfilar unas expectativas a medio plazo favorables a nuevos e importantes descensos de los tipos oficiales en nuestro país.** Se trata de descensos que están ya, aunque sólo parcialmente, descontados por las rentabilidades a medio y largo plazo. Este perfil tiene unos fundamentos que exponemos a continuación, pero exige unas cautelas respecto al tipo de cambio de la peseta y para los tipos de interés a largo plazo que pondremos de manifiesto después.

Desde un punto de vista macroeconómico, la cuestión clave es en qué medida, una vez roto el modelo del "monocultivo" de la política monetaria, estamos o no ante un período en el que peligra la ortodoxia: en definitiva, **si serán capaces los agentes sociales y la política económica de conducir a la economía a lo largo de los próximos años por la senda de una recuperación sólida y no inflacionista del potencial de crecimiento.** La cuestión es relevante en términos cambiarios y para la determinación de la pendiente de la curva de rentabilidades, ya que al fin y al cabo es parte de la tradición histórica en nuestro país "solucionar" sus problemas de competitividad mediante depreciaciones que no hacen sino perpetuar tasas de inflación demasiado altas como para la consolidación del crecimiento real. Ante un período de flexibilidad cambiaria en el SME como el que se ha abierto, en el que no existe el castigo institucional de la "expulsión" para las políticas poco ortodoxas, es lógico conservar temores en este sentido.

Desde un enfoque microeconómico, el descenso de los tipos de interés en los mercados financieros tendrá evidentes e importantes efectos sobre los balances y los márgenes financieros de las entidades de crédito. Esquemáticamente, pueden señalarse dos: por un lado, la presión adicional sobre los márgenes será el resultado de la resistencia a la baja previsible en la remuneración de los depósitos bancarios, por el peso de la memoria histórica de los clientes tradicionales y de la competencia en el sector; por otro, es previsible, ante el cambio gradual de la pendiente de la curva de tipos de interés -desde un perfil negativo, hacia otro positivo, de tipos históricamente bajos- y ante la perspectiva de una probable reducción de las pensiones públicas futuras de un significativo segmento de la población, un desplazamiento del ahorro privado hacia formas de materialización no necesariamente ligadas al pasivo bancario y con ventajas fiscales: los fondos de inversión, los fondos de pensiones y los depósitos en europesetas podría gozar de un renovado desarrollo, adelgazando los balances bancarios.

Todo ello, en un contexto de atonía crediticia -que recordará la de la primera mitad de los 80-, bajo crecimiento del consumo privado y alto nivel de morosidad sienta las bases para el desarrollo de estrategias espúreas en algunas entidades financieras de resistencia a la baja de los tipos de

interés del activo. Otras, sin embargo, tratan de ganar cuota de mercado en el mercado crediticio -sobre todo en el segmento hipotecario- con tipos de interés todavía elevados. Estas estrategias enfrentadas podrían estar propiciando cierta confusión en la clientela bancaria.

### Fundamentos.

Tras la investidura del nuevo Gobierno en julio y la "desnaturalización" del mecanismo de cambios del SME en agosto, el proceso de pérdida de confianza en la peseta iniciado en julio de 1992 y alimentado con la crisis del SME parece haber forzado por fin un cambio de instrumentación en la política económica española. En nuestra opinión, **(1)** la nueva mayoría parlamentaria que sustenta ahora al Gobierno, **(2)** la gravedad de la crisis internacional, y **(3)** la extrema fragilidad de la posición española dentro de ésta, con una recesión mucho más intensa y profunda de lo que cabía esperar, parecen factores favorecedores de una **recomposición de los protagonismos entre las distintas ramas de la política económica: un modelo que otorga un peso decisivo a la política de rentas -con un acuerdo de moderación salarial para los próximos tres años-, sin caer en una política presupuestaria expansiva, pensamos puede permitir la recuperación de la confianza en el potencial de expansión de la economía**, en el contexto internacional actual, sin que los importantes descensos de tipos de interés oficiales que lo acompañarían y seguirían -conforme la inflación fuera reduciéndose hacia un tendencial 3,5% a lo largo de 1994- dañen significativamente la posición de la peseta frente al marco alemán. Pensamos que las autoridades monetarias, en tal contexto, reducirán sus tipos de referencia hasta un lugar no beligerante -ni expansivo, ni contractivo-, que podría ser el 7,5% al final de 1994.

Los tipos a medio y largo plazo gozaría en tal contexto favorable de un cierto recorrido a la baja. En nuestra opinión, la comparación de los tipos a 10 años en liras italianas y en pesetas demuestra **(1)** que **las rentabilidades a largo plazo aún no descuentan una solución ortodoxa a la negociación del pacto social**, y **(2)** que **el impacto de una evolución favorable de ésta tendría un impacto claro reduciendo los diferenciales frente a los tipos del marco alemán**. Cuando en el verano de 1992 se produjo la supresión de la indicación salarial en Italia los tipos a largo plazo de los swaps de tipos de interés (IRS) de la lira se redujeron en términos relativos hasta situarse en niveles similares a los de la peseta. Después, con los pactos de rentas alcanzados en Italia en junio de 1993, aquéllos se han situado hasta 50 p.b. por debajo de éstos: la lira mantiene un diferencial a 10 años frente al marco de unos 220 p.b., mientras la peseta lo sitúa en unos 270 p.b.; tal puede ser valor de un pacto de rentas sólido.

Nunca los tipos de interés de los mercados financieros españoles han estado tan bajos como ahora, pero nunca la economía española ha sido tan vulnerable a una pérdida de competitividad exterior. Conforme los tipos de activo y pasivo de las entidades financieras se adaptan a los nuevos niveles de los mercados -lo que está ocurriendo con una velocidad desigual según los instrumentos-, las empresas y las familias verán fuertemente reducido el coste de su endeudamiento, en un contexto de atonía crediticia y de altas primas por riesgo, y la rentabilidad de sus colocaciones bancarias, poniendo de manifiesto la ventaja relativa de las fórmulas de inversión primadas fiscalmente, actualmente sólo fuera de los balances bancarios. La tendencia al adelgazamiento de los balances y al estrechamiento de los márgenes será uno de los desafíos de las entidades bancarias.

### El Banco de España y la política cambiaria.

Detengámonos en las grandes causas del proceso que ha conducido al Banco de España a reducir en nada menos que 3,75 puntos porcentuales su tipo de referencia en lo transcurrido del

año. El proceso de reducción de los tipos de interés que estamos viviendo debe contemplarse sin olvidar que nuestro país está ya completamente inserto, y con un alto grado de integración, en la economía internacional, tanto desde el punto de vista de los flujos comerciales y de servicios, como de los movimientos de capital. Este alto grado de inserción, derivado en última instancia de la pertenencia a la CE, hace absolutamente relevante la **vinculación entre competitividad exterior y potencial de crecimiento interno real y permite caracterizar la recesión actual, en gran medida, como una crisis de competitividad** -en su sentido más amplio, que incluye los costes laborales, la organización, las infraestructuras, la eficiencia en las administraciones públicas, la tecnología, etc.-, frente a la que poco o nada pueden hacer políticas monetarias expansivas aisladas.

La nueva política económica, tal y como ahora se perfila, apuesta por una recuperación de la senda expansiva a través de un camino ortodoxo que garantice que la recesión se traduzca en un descenso sustancial de la inflación -dos puntos en dos años-, consolidando la mejora de la competitividad exterior derivada de la caída de la peseta y reduciendo la incertidumbre. El resultado será un freno en la caída del empleo y la recuperación sostenida de éste, pasado un cierto período inicial: ya en 1995 y 1996. **El modelo de recuperación de la economía se basará pues en la inversión y en la atonía de las importaciones y no como ha sido tradición histórica, en el consumo** (véase tabla). La alternativa, en el contexto internacional actual, sería la continuación del ajuste por la vía del empleo, de indeseables consecuencias sobre el crecimiento potencial y sobre la estabilidad política, y en definitiva sobre la peseta y las rentabilidades a largo plazo.

El giro que se adivina en la política económica en nuestro país parece el **reconocimiento de que es necesario "volver a empezar"**: la pérdida de credibilidad en los mercados que denota el castigo sufrido por la peseta en el último año, podría haber tenido así más poder disciplinador sobre los agentes sociales y sobre el Gobierno que todo el exceso de credibilidad de la etapa 1987-91. El papel de la política monetaria en 1992 se caracterizó por la resistencia "numantina" a una pérdida de confianza -con su impacto sobre la peseta y sobre las expectativas a largo plazo-, dado que la crisis política aguda previa al adelanto de las Elecciones Generales -culminación de una legislatura perdida- avocaba al Banco de España a ser el "último bastión" de la ortodoxia.

En nuestra opinión, **las autoridades defendieron el tipo de cambio a espaldas de una coyuntura cada vez más claramente recesiva**, como consecuencia de tres factores determinantes: en primer lugar, la peseta se jugaba la pertenencia al SME, uno de los ejes fundamentales de la política europea de nuestro país; en segundo lugar, "arrojar la toalla" demasiado pronto hubiera supuesto un vacío en la política económica imposible de rellenar antes de las Elecciones; en tercer lugar, probablemente las autoridades subestimaron la potencia de los flujos especulativos que terminaron por provocar la depreciación de la peseta. Esta, que en otras circunstancias internas y externas hubiera tenido lugar gradualmente y a golpe de descensos en los tipos de interés, se producía traumáticamente, **sin haber solucionado el problema de las tensiones inflacionistas -verdadero origen de la pérdida de competitividad- y sin que una política de estabilización financiera mínimamente sólida**. No es raro pues que las primas de riesgo de los activos a largo plazo de la peseta hayan aumentado fuertemente durante la crisis de los últimos doce meses.

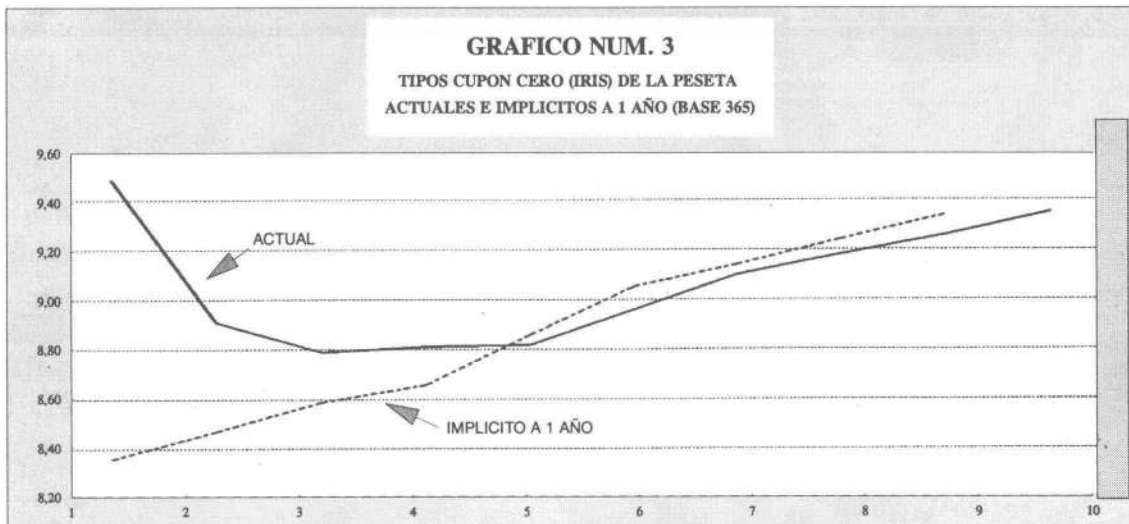
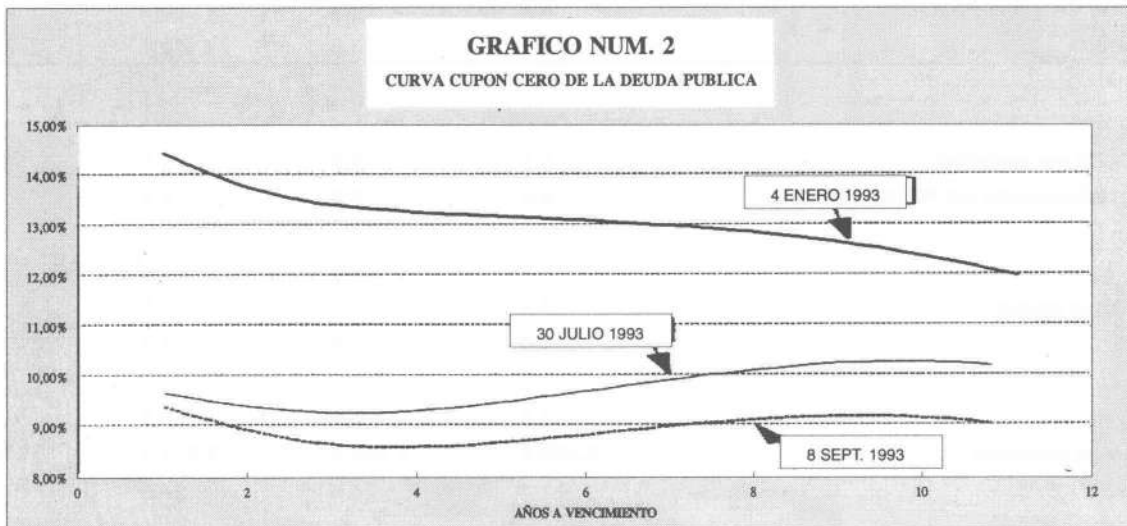
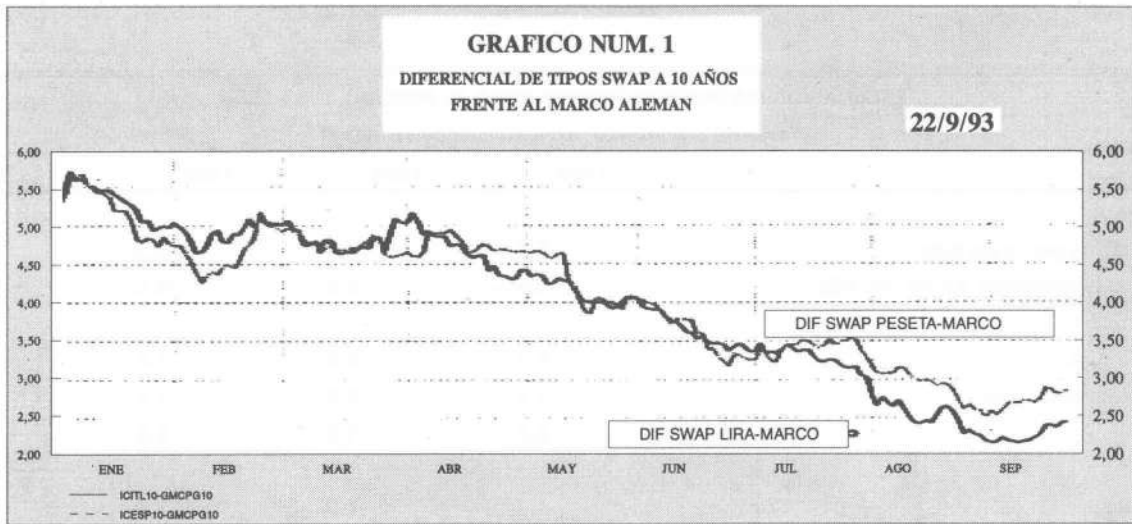
#### Cautelas.

En nuestra opinión, **las expectativas de inflación y, por tanto, de deterioro futuro de la competitividad exterior de la economía no están vencidas, a pesar de la recesión -más intensa y profunda de lo que esperábamos- en curso**. No obstante, frente a estas presiones inflacionistas

alimentadas por una depreciación que no ha venido inducida por una política monetaria expansiva, sino fundamentalmente por una crisis de confianza en la mezcla de políticas económicas utilizada, poco puede hacer la política de tipos de interés sino mantener una actitud prudente en la gestión de la **transición** de los tipos oficiales desde los niveles propios del período de sobrevaloración de la peseta hacia otros más acordes con el actual relativo grado de infravaloración de la peseta -pequeño en comparación con el de el franco y otras divisas- y la "recesión con inflación" actual. Los movimientos a la baja llevados a cabo por el BE a lo largo de este año -nada menos que 325 p.b.- interpretamos responden a esta transición.

En la medida en que el **pacto de rentas** antiinflacionista es una forma políticamente sensata de transmitir la recesión al crecimiento de los salarios del sector privado, salvando la barrera que ahora supone una regulación del mercado laboral cuya liberalización radical deterioraría aún más el empleo en las circunstancias actuales, las altas posibilidades que existen para su ejecución en términos sólidos han sido muy favorablemente acogidas por los mercados. Además de la vigilancia de la evolución de las negociaciones del pacto, resulta clave la observación de sus eventuales efectos sobre el presupuesto de las administraciones públicas, cuyas finanzas se han deteriorado intensamente en 1993. Para este año, es posible que las **necesidades de financiación** de éstas alcancen las proximidades del 8% sobre el PIB -un 6% para el Estado-, una situación extrema que da cuenta del nulo margen de maniobra de que dispone la política fiscal.

Pensamos que la importancia del pacto de rentas podría relegar a un segundo plano tanto la limitación de algunas prestaciones sociales -subsidijs de desempleo, pensiones por invalidez o incapacidad o sanidad- como algunos aspectos básicos de la reforma del mercado laboral, cuya discusión dentro del pacto será mucho más lenta. Ello estaría dentro de la lógica negociadora. Sin embargo, si la **evolución del pacto de rentas no responde a la ortodoxia de su planteamiento inicial o si perturba la reconducción gradual de las finanzas públicas, la peseta podría sufrir una depreciación fuerte respecto a las divisas europeas -hacia las 86 pesetas por marco- y las rentabilidades a largo plazo encontrarían una resistencia a la baja en el diferencial frente al "bund" en los niveles actuales: el BE ralentizaría aunque no frenaría el proceso de descenso de los tipos de interés.**



FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

ESCENARIOS MACROECONOMICOS PARA EL PERIODO 1993-1996

(Tasas de crecimiento, excepto cuando se indica)

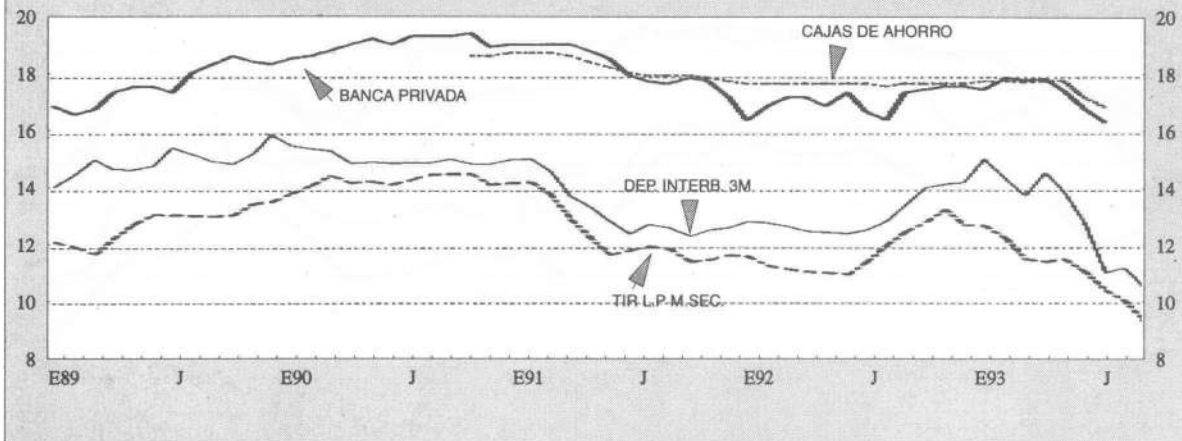
	1993	1994	1995	1996
<b>Escenario A</b>				
Remuneración por asalariado .....	6,5	3,3	2,3	3,0
Necesidad Financiación AA.PP. (% PIB) .....	-8,0	-6,0	-5,0	-4,0
PIB real a p.m. ....	-0,4	0,9	2,5	3,0
Consumo privado .....	-0,6	-0,2	1,5	2,0
FBCF .....	-6,8	1,5	5,5	6,5
Empleo total .....	-4,3	-1,0	2,0	3,0
Paro (miles de personas) .....	3.450,6	3.711,5	3.620,0	3.396,3
Tasa de paro .....	22,6	24,1	23,3	21,7
Coste laboral unitario .....	2,3	1,4	1,8	3,0
Deflactor del Consumo Privado .....	4,7	4,3	3,3	3,0
IPC (dic/dic) .....	5,3	3,5	3,0	3,0
<b>Escenario B</b>				
Remuneración por asalariado .....	6,5	5,0	4,5	4,0
Necesidad Financiación AA.PP. (% PIB) .....	-8,0	-6,5	-5,5	-5,0
PIB real a p.m. ....	-0,4	0,9	1,8	2,0
Consumo privado .....	-0,6	0,0	1,5	1,5
FBCF .....	-6,8	0,6	2,5	4,0
Empleo total .....	-4,3	-1,5	0,5	1,0
Paro (miles de personas) .....	3.450,6	3.759,2	3.821,3	3.818,6
Tasa de paro .....	22,6	24,4	24,6	24,3
Coste laboral unitario .....	2,3	2,5	3,2	3,0
Deflactor del Consumo Privado .....	4,7	4,9	4,5	4,0
IPC (dic/dic) .....	5,3	4,5	4,0	3,5

**Escenario A:** Pacto de rentas y rigor presupuestario consensuado con los agentes sociales.

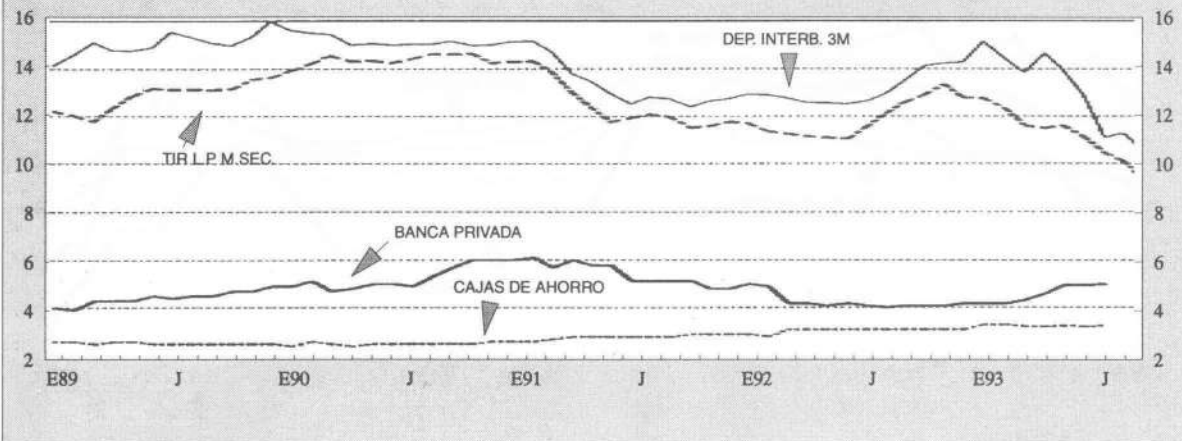
**Escenario B:** Sin pacto de rentas, pero manteniendo el rigor presupuestario.



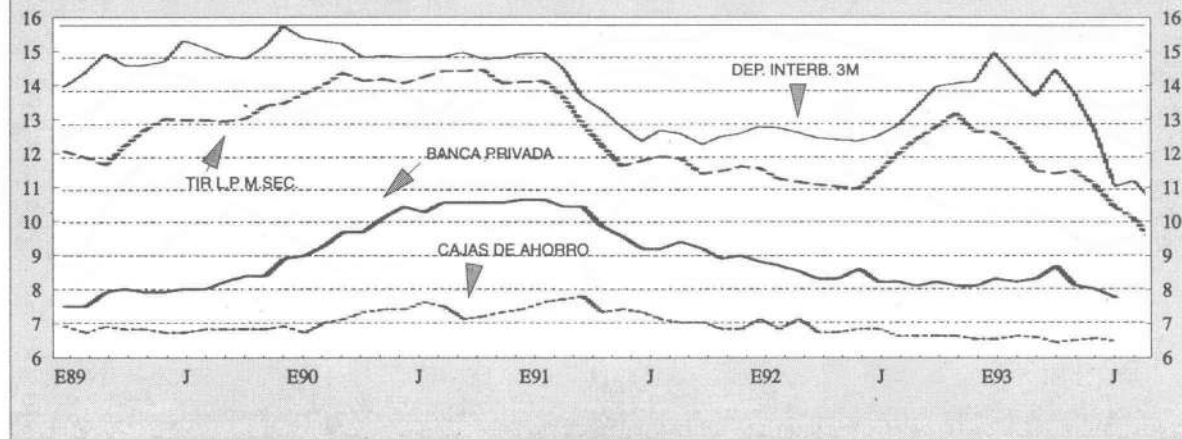
**GRAFICO NUM. 4**  
**TIPOS DE INTERES DEL ACTIVO**  
**CREDITO AL CONSUMO**



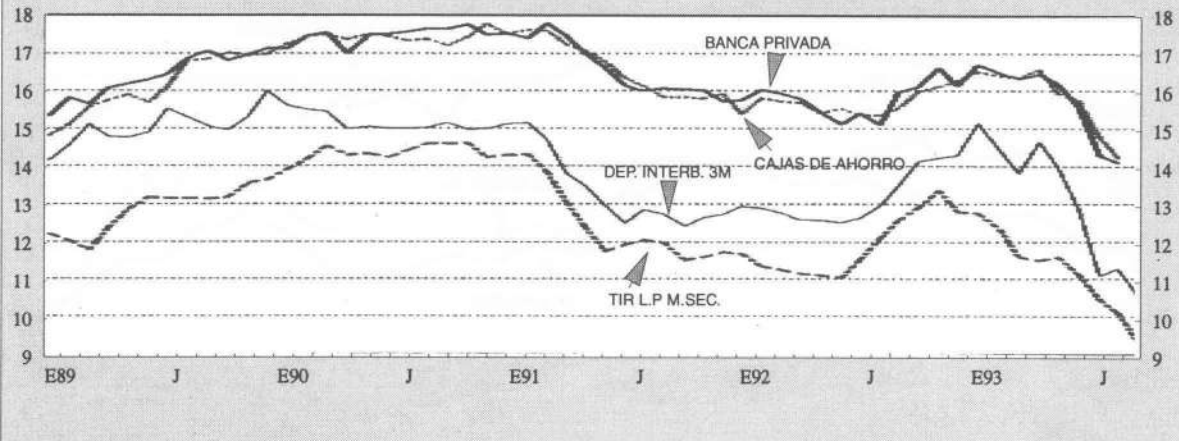
**GRAFICO NUM. 5**  
**TIPOS DE INTERES DEL PASIVO**  
**CUENTAS DE AHORRO**



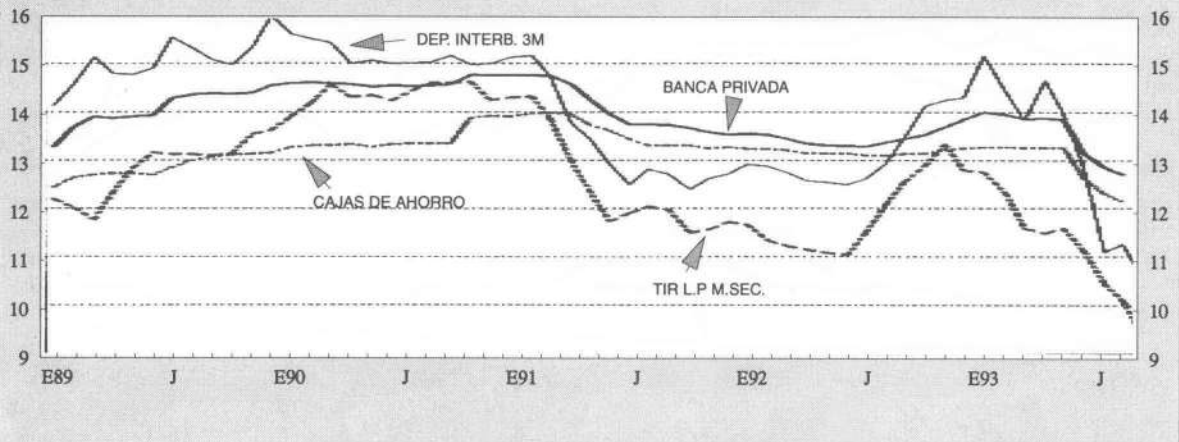
**GRAFICO NUM. 6**  
**TIPOS DE INTERES DEL PASIVO**  
**CUENTAS CORRIENTES**



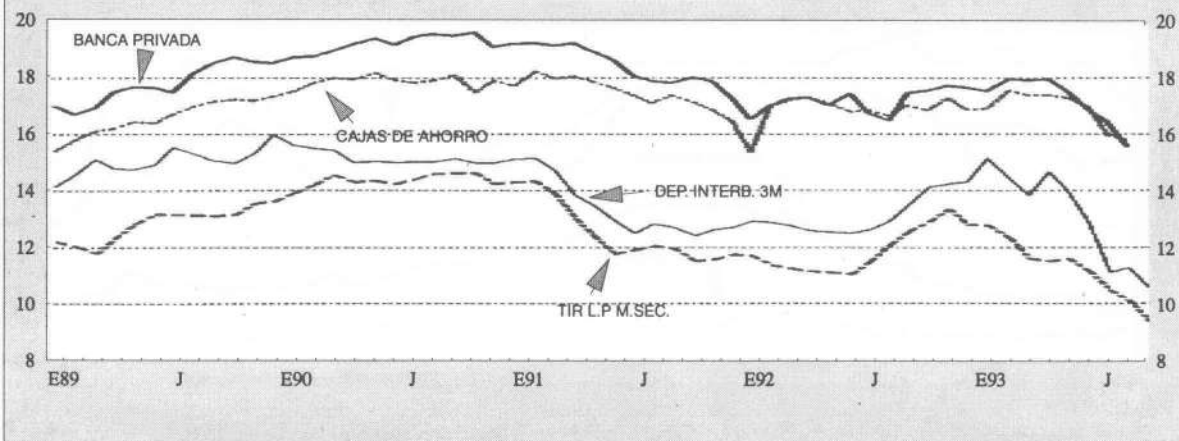
**GRAFICO NUM. 7**  
**TIPOS DE INTERES DEL ACTIVO**  
**CREDITO DE 1 AÑO A MENOS DE 3**



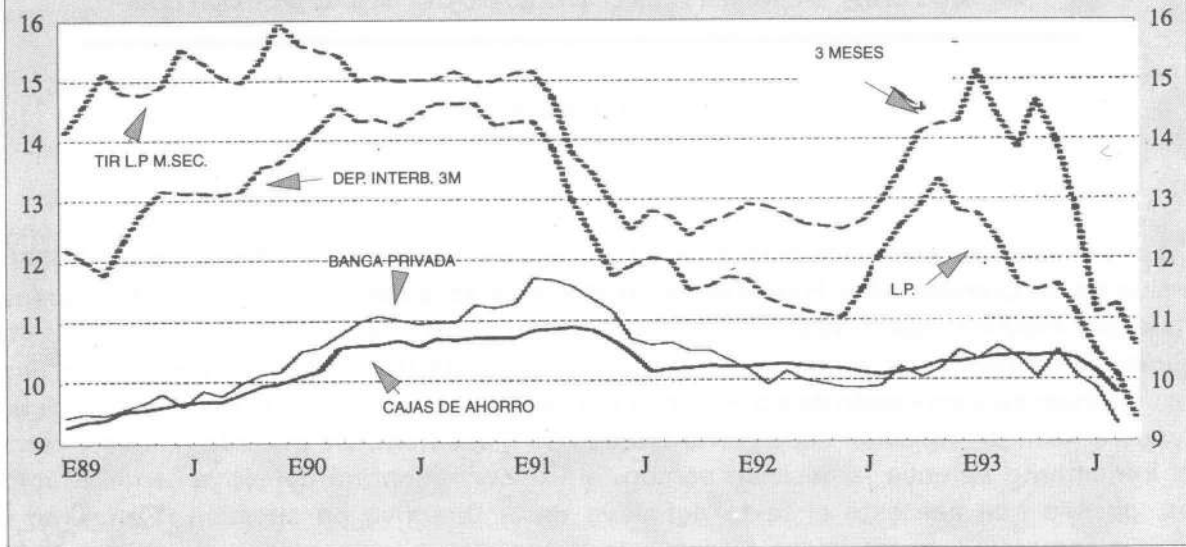
**GRAFICO NUM. 8**  
**TIPOS DE INTERES DEL ACTIVO**  
**CREDITO PREFERENCIAL**



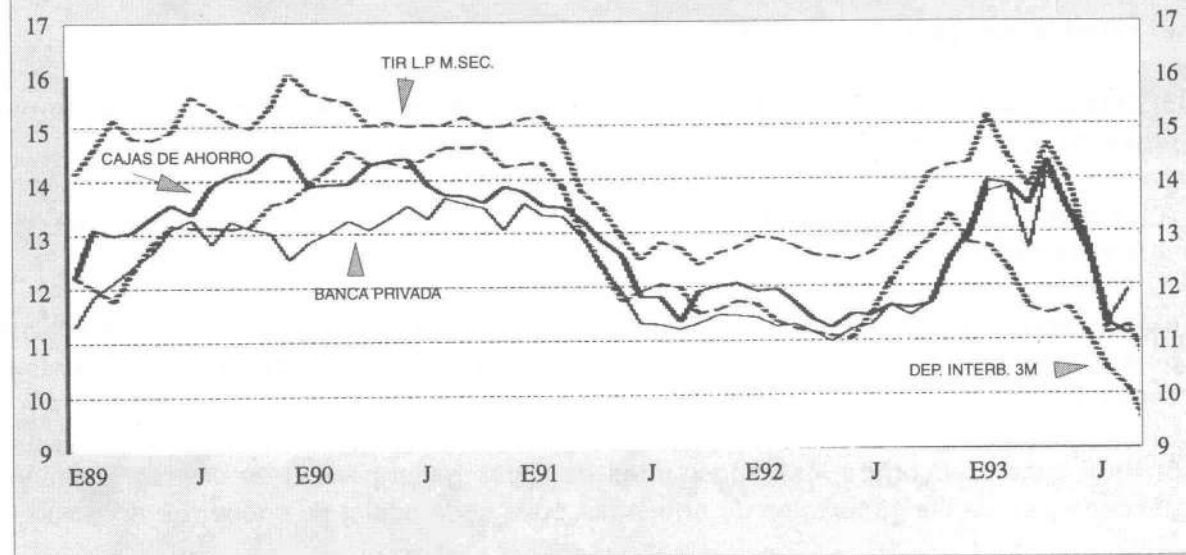
**GRAFICO NUM. 9**  
**TIPOS DE INTERES DEL ACTIVO**  
**CREDITO DE 3 AÑOS O MAS**



**GRAFICO NUM. 10**  
**TIPOS DE INTERES DEL PASIVO**  
**DEPOSITOS A MAS 1 AÑO Y MENOS DE 2**



**GRAFICO NUM. 11**  
**TIPOS DE INTERES DEL PASIVO**  
**CESION DE LETRAS HASTA 3 MESES**



## EL SISTEMA COMUNITARIO DE GARANTIA DE DEPOSITOS

---

*José Antonio Antón*

**E**n su comunicación a la prensa de 13 de septiembre de 1993 el Secretariado General del Consejo de las Comunidades Europeas informaba de la adopción por el Consejo de una posición común, por mayoría cualificada, en relación con la propuesta de directiva relativa a los sistemas de garantía de depósitos<sup>(1)</sup>. Esta posición común habrá de transmitirse al parlamento Europeo para continuar su tramitación de acuerdo con el artículo 189 B del Tratado Constitutivo de la CEE, de acuerdo con la redacción dada por el Tratado de Maastricht. De acuerdo con este precepto, si el Parlamento aprueba la posición común, el Consejo adoptará definitivamente el acto. Es, pues, posible que sea éste el texto definitivo de la Directiva en cuestión. Conviene, pues, describir someramente las líneas rectoras de la posición común para, posteriormente, hacer algunas reflexiones críticas sobre ella.

### **I. La evolución de la propuesta.**

La preocupación por parte comunitaria en punto a que los Estados Miembros contaran con algún sistema de garantía de depósitos hizo que, en un primer momento, se elaborara y publicara la Recomendación de la Comisión de 22 de diciembre de 1986 en la que se distinguían claramente tres posibles situaciones.

- 1) Estados que ya disponían de uno o varios sistemas de garantía de depósitos.
- 2) Estados que ya dispusieran de proyectos para instaurarlos.
- 3) Estados que, a la sazón, ni disponían de sistemas de garantía ni habían elaborado todavía proyecto sobre ellos.

A los primeros se les instaba a que comprobaran cuatro puntos fundamentales, en relación con sus sistemas.

- a) Si garantizan efectivamente una indemnización a los depositantes que carecieran de medios para valorar convenientemente la política financiera de las entidades a las que confían sus depósitos.
- b) Si el sistema cubría a los depositantes de todas las entidades de crédito, incluidos los depositantes de las sucursales de entidades cuya sede social se encuentre en otro Estado Miembro.

---

<sup>(1)</sup> Se dio noticia anterior en CIE. núm. 75. Junio 1993. "Garantía de Depósitos. Enero de 1994. Nueva Directiva". Por José M. Rodríguez Carrasco.

c) Si los sistemas distinguen con suficiente precisión entre los mecanismos de intervención previos a la liquidación y los mecanismos de indemnización posteriores a la liquidación.

d) Si dichos mecanismos establecen claramente los criterios de indemnización y las formalidades que deben cumplirse para obtenerla.

En cuanto al segundo grupo de Estados, se les incitaba a comprobar si los proyectos en curso cumplían las condiciones señaladas, así como a su aprobación antes del 31 de diciembre de 1988.

Al tercer grupo de Estados (constituido entonces por Dinamarca, Grecia y Luxemburgo) se les urgía a elaborar el proyecto correspondiente y a tratar de que el sistema entrara en vigor antes del 1 de enero de 1990.

No parece que todos los Estados miembros compartieran el mismo sentimiento en cuanto a la necesidad de los sistemas de garantía de depósitos pues, aún hoy, dos países (Portugal y Grecia) no han implantado ninguno.

Comoquiera que la **recomendación** no ha sido instrumento suficiente, la Comisión preparó una propuesta de directiva que es la que ahora comentamos. Incidentalmente, conviene advertir que, asimismo, otra propuesta de Directiva, la relativa a la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas, relativas al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito y los sistemas de garantía de depósitos, se encuentra en fase de aprobación. La cuestión tiene interés para España porque, como es bien sabido, los Fondos de Garantía de Depósitos no sólo cubren las funciones indemnizatorias en favor de los depositantes sino que también desempeñan una labor fundamental en los procedimientos de saneamiento destinados a evitar la insolvencia de las entidades de crédito. La adecuación completa, pues, del ordenamiento español al comunitario exigirá -cuando ambas sean aprobadas- la transposición de las dos directivas: la relativa al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito y la de los sistemas de garantía de depósitos.

## II. Líneas esenciales de la propuesta de Directiva.

En la adopción de la posición común han pesado, como elementos fundamentales, los siguientes.

En primer lugar se reconoce explícitamente la necesidad de la existencia en todo el ámbito comunitario de sistemas de garantía de depósitos entendiéndose que la protección de éstos es tan esencial como las normas prudenciales para la plena realización del mercado único bancario. En este sentido se considera que "el coste de participación en un sistema de garantía no es en absoluto comparable al que ocasionaría una retirada masiva de los depósitos bancarios, no sólo de una entidad en dificultades sino también de entidades saneadas, a raíz de una pérdida de confianza de los depositantes en la solidez del sistema bancario".

La implantación de sistemas de protección para el supuesto de insolvencia de las entidades de crédito se ha tenido que enfrentar, para la adopción de la posición común, con seis problemas fundamentales.

1. El reconocimiento de sistemas alternativos que protejan a las propias entidades de crédito, como equivalentes a los sistemas de garantía de depósitos. En varios Estados miembros algunos

tipos de entidades de crédito (cajas de ahorros, cooperativas) han instaurado sistemas que se basan en el principio de solidaridad con el fin de proteger a las propias entidades -no a los depositantes- contra el riesgo de insolvencia, garantizando su liquidez y solvencia. Para que estos mecanismos protectores pueda considerarse que prestan una protección equivalente, deberán cumplir las siguientes condiciones:

- a) que el sistema exista y esté reconocido oficialmente en el momento de adopción de la Directiva;
- b) que tenga como objetivo evitar que puedan quedar indisponibles los depósitos efectuados en las entidades de crédito incluidas en ese sistema y disponga de los medios necesarios para ello;
- c) que el sistema no consista en una garantía concedida a las entidades de crédito por los propios Estados o por las autoridades locales o regionales de éstos;
- d) que el sistema garantice a los depositantes información con arreglo a las modalidades y condiciones definidas en la propia Directiva.

De estos requisitos, el que aparece comprendido en la letra c) puede plantear dudas en relación con el supuesto de hecho previsto en la norma. En lo que a España respecta parece que éste puede ser el caso de Caja Postal, S.A., que goza de la garantía del Estado y así parece confirmarlo el artículo 7 TER, en relación con el Anexo 3, que deja exenta a esta entidad (junto a otras) de la obligación de acogerse a un sistema de garantía de depósitos hasta el 31 de diciembre de 1999. El principio en el que se basa este mandato no deja de resultar sorprendente, pues parece otorgarse mayor confianza a los sistemas de garantía que al propio Estado.

2. El segundo de los temas suscitados para la consecución de la posición común es el correspondiente a la exención de la obligación de adherirse a un sistema de garantía para ciertas entidades. A su vez, esta exención puede ser temporal (como es el caso de Caja Postal S.A. y de los Bancos de Crédito Agrícola, Hipotecario de España y de Crédito Local) para entidades a las que pueden plantearse problemas de adaptación de carácter financiero e institucional, concediéndose, en consecuencia, la exención hasta el 31 de diciembre de 1999, o permanente. Este segundo caso se ha planteado para algunas entidades de crédito alemanas que, estatutaria o legalmente, sólo pueden tomar depósitos que pueden ser excluidos de cobertura. Por ello, Alemania entiende que estas entidades no deben verse obligadas a adherirse a un sistema de garantía de depósitos y esta interpretación se ha admitido que debe prevalecer incluyéndose como declaración que deberá constar en el acta del Consejo.

3. Tercera cuestión es la relativa a la facultad de las sucursales implantadas en un Estado, en el que el sistema de garantía es más generoso que el de su país de origen, de adherirse complementariamente al sistema de garantía de depósitos de este Estado, para beneficiarse de una cobertura adicional ("topping out").

La regla general es el principio de cobertura de los depósitos de las sucursales por el sistema de garantía del Estado miembro de origen. Este principio es lógica consecuencia del principio de control por el Estado miembro del domicilio social. Dado que la concesión de autorización, que permite abrir sucursales y operar en régimen de libre prestación de servicios en toda la Comunidad, corresponde a la autoridad competente del país de origen, y que la supervisión de la actividad y en especial el control de la solvencia se efectúa en el país del domicilio social, conviene obrar de forma consecuente en relación con los sistemas de garantía. Pero esto,

naturalmente, plantea el doble problema correspondiente a la actuación de sucursales de entidades domiciliadas en países con protección superior a la del país en que desarrollan su actividad y de entidades domiciliadas en países con protección inferior. A estas últimas nos referimos ahora. La solución ofrecida por la directiva les permite acceder al sistema de mayor protección, evitando así que se encuentren en inferioridad de condiciones de competencia en relación con las entidades de crédito locales. Además, la posición común subraya que el mecanismo del "topping up" en el país de acogida no excluye que el sistema del país de origen pueda, si lo desea, ofrecer la posibilidad de cobertura adicional complementaria, en las condiciones que determine.

4. El cuarto punto es, en paralelo con el anterior, la cláusula de interdicción de la exportación de los regímenes más favorables. Durante el proceso de elaboración, varias delegaciones han pedido que la directiva previera el supuesto de que si una entidad de crédito de un país donde el sistema de protección es generoso establece una sucursal en otro país en el que el sistema de protección sea menos generoso, la sucursal no puede ofrecer en ese país una cobertura superior a la que en él esté en vigor (cláusula de no exportación) para evitar que pueda conseguir así una situación competitiva más favorable que la de las entidades locales.

Los intereses opuestos de los Países miembros y las reticencias de la Comisión, apoyada por el parecer del Servicio jurídico, que ha considerado no admisible esta cláusula a menos que tuviera un carácter temporal, ha llevado a la solución de mantenerla hasta el 31 de diciembre de 1999, pudiéndose, llegado el momento, decidir su prórroga.

5. La cuantía de la cobertura mínima armonizada se ha elevado de 15.000 a 20.000 ECUS. La primitiva propuesta de directiva había planteado que el nivel mínimo de cobertura fijado por la Comunidad no debía ser demasiado elevado para evitar que pudieran producirse situaciones como la que se dio en Estados Unidos, donde los riesgos a que estaban expuestos los depositantes en sí eran tan reducidos que se despreocupaban por completo de la solidez de sus instituciones de Crédito. Además, los gestores se vieron incitados a constituir carteras de elevado riesgo, sin que la disciplina del mercado les obligase a pagar fuertes primas a su sistema de garantía por el aumento del riesgo de quiebra que dichas inversiones suponían para la entidad. Así, los riesgos beneficiaban a las entidades, mientras que las pérdidas corrían a cargo del sistema de garantía.

Pero, por el otro extremo, el importe no debe ser demasiado reducido y dejar un número excesivo de depósitos fuera del alcance del umbral de cobertura.

Consecuentemente se optó por la cifra de 15.000 ecus por ser éste aproximadamente el nivel medio (excluidos Alemania e Italia, en los que la protección es muy alta) en que se mueven los Estados miembros. Cifra que se ha elevado a 20.000 ecus, siguiendo los deseos del Parlamento europeo, pero permitiendo a los Estados que lo deseen limitar la garantía a 15.000 ecus hasta el 31 de diciembre de 1999.

6. Posibilidad para los Estados miembros de imponer, por debajo del umbral mínimo armonizado, una franquicia del 10%.

El sistema, pues, opera de la siguiente forma. Como regla general, la garantía mínima cubrirá los depósitos inferiores a 20.000 ecus (15.000, hasta 31 de diciembre de 1999, si el Estado miembro opta por esta cifra) y el importe abonado a un depositante, en su caso, será el de 20.000 ecus si su depósito asciende a dicha cifra.

Pero, el apartado 4 del artículo 4 de la propuesta permite fijar la cobertura mínima en forma de porcentaje en lugar de concretarla en un tanto alzado. La intención declarada de esta opción es incitar a los depositantes a interesarse por la solidez de la entidad a la que confían sus depósitos.

En consecuencia, y suponiendo que el Estado miembro hubiera hecho uso de la posibilidad de limitar a 15.000 ecus la garantía -hasta 31 de diciembre de 1999- y que hubiera fijado un porcentaje garantizado equivalente al 90% del total de depósitos, el mínimo de 15.000 ecus no se abonará en concepto de reembolso de un depósito de 15.000 ecus sino de un depósito de mayor cuantía (16.650 ecus, aproximadamente). En el caso de 20.000 ecus el depósito habría de ser de 22.222 ecus.

### **III. Observaciones finales.**

El amplio debate que ya ha suscitado esta propuesta de directiva permite sospechar que la posición común se convertirá previsiblemente en texto definitivo o, por mejor decir, provisionalmente definitivo porque el margen de cinco años que va desde el 1 de enero de 1995, fecha en que se prevé que ha de ser adoptada la directiva por los ordenamientos internos, al 31 de diciembre de 1999, es lo suficientemente amplio como para que en ese tiempo puedan producirse otros acaecimientos.

Principalmente porque no parece muy claro que la directiva pueda prescindir -como lo hace- de plantearse los problemas derivados de la financiación del sistema de garantía que se adopte. Y ello porque puede no ser indiferente a efectos de evitar falseamientos de la competencia en el mercado interior, quebrantando las disposiciones del Tratado en materia de ayudas estatales. La pregunta que queda en pie es, para España, si el actual mecanismo conjunto Banco de España-entidades de crédito para la financiación de los Fondos de Garantía no tendrá que ser revisado.

En segundo lugar, la llamada "cláusula de no exportación" ya cuenta con la declarada aversión alemana y con muy pocas simpatías de la Comisión. No parece arriesgado afirmar que de una u otra forma, habrá de darse una solución distinta a lo que, en realidad, supone una importante limitación de una competencia lícita.



## LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y LA COMPETITIVIDAD

---

*Juan Antonio Maroto Acín*

Entre los pasados días 6 y 10 de septiembre, dentro del marco general de los Cursos de Verano de la Universidad del País Vasco, bajo el patrocinio de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras y con la colaboración de la Fundación FIES de la CECA, se ha desarrollado en San Sebastián un curso sobre "Las entidades financieras y la competitividad", que ha contado con la asistencia asidua de las más de 130 personas inscritas en el mismo, que provenían de toda España y contaban con un amplio abanico de perfiles formativos, que abarcaba desde los estudiantes del segundo ciclo de diversas Licenciaturas en Economía, Administración de Empresas y otras, al de profesionales del sector financiero de la economía, pasando por investigadores y profesores de departamentos universitarios.

El plantel de presidentes y participantes de las diferentes mesas redondas y del panel de expertos realizados, de ponentes de las sesiones especializadas, y de profesionales, investigadores y profesores que, en general, han sido los últimos responsables de las materias impartidas en el curso, representó también un elevado nivel cuantitativo, que sobrepasó las treinta personas; pero también, y sobre todo, una excelente cualificación, como puede dar idea el hecho de que se incluyeran entre ellos el Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno Vasco, los Presidentes y Directores Generales de las Cajas de Ahorros del País Vasco, Directores Generales de otras instituciones financieras y de estudio, y Catedráticos, Profesores e Investigadores de diferentes Universidades y Centros de Investigación españoles.

En cuanto a la pertinencia y actualidad del tema elegido para dicho curso, baste recordar que las entidades financieras españolas se encuentran inmersas desde hace ya varios años en un proceso evolutivo, en el que son lugares comunes la universalización de sus líneas de negocio, la globalización de sus mercados de operación y la desregulación de la normativa que contempla de manera específica y diferenciada sus actividades. Además, la entrada en vigor del Acta Unica supone para ellas un nuevo reto, acrecentado, respecto de su nivel de eficiencia presente y de su posición comparativa frente a las entidades financieras de los restante países europeos, que serán sus competidores naturales durante los próximos años.

Planteado el problema en esos términos, la competitividad, entendida como la capacidad de una empresa para conseguir sus objetivos con un mayor grado de eficiencia que los demás concurrentes a sus mercados de operación, se convierte en el indicador clave para evaluar la gestión de las entidades financieras, ya se refiera esa evaluación a sus resultados pasados, a su posición de mercado presente, o a sus expectativas de negocio futuras. Y de ahí que el curso pretendiera poner de manifiesto la vigencia de ese nuevo entorno competitivo para las entidades financieras, así como los nuevos requisitos de eficiencia comparada que se precisan para su supervivencia y crecimiento rentable; al tiempo de enumerar y caracterizar los factores en los que radica la competitividad, y profundizar en su análisis y en su incidencia específica sobre la posición de mercado de cada entidad.

Su desarrollo se ha ajustado igualmente al cumplimiento de tales objetivos y, por ello, partió de una primera jornada en la que se plantearon el "estado de la cuestión" de la competitividad y de sus factores determinantes, y se profundizó en la relevancia que tiene, a esos efectos, el marco regulador del sistema financiero. En jornadas sucesivas, se fueron analizando los principales factores de competitividad en el momento actual, como son la dimensión de las entidades financieras, la información y las telecomunicaciones, los sistemas de información internos, el factor humano, y la estructura organizativa y las estrategias de negocio de las instituciones. Para confluir, por último, en una jornada de clausura en la que se sintetizaron las aportaciones del curso por el Director del mismo, Victorio Valle; y en la que la Conferencia de Paolo Cecchini, Presidente de la Comisión que evaluó en 1988 los costes que podrían derivarse de la no integración europea, resaltó la necesidad, ante la vigencia del Mercado Unico, de hacer de la competitividad una tarea común para salvaguardar la eficiencia del sistema financiero y para garantizar, a su través, las condiciones de desarrollo del propio sistema económico de los países europeos comunitarios.

Es de destacar, asimismo, la metodología seguida en el curso, ya que, además de estar basada en el principio de que los cursos de verano deben fundamentarse en las investigaciones realizadas durante el invierno y, por tanto, en trabajos de base planteados desde muchos meses antes de su exposición, se ha orientado tanto a divulgar y complementar conocimientos, para aquellas personas que provenían de Facultades y Escuelas Técnicas, como a sistematizar y profundizar en las prácticas y operaciones, para aquellas otras que ya desarrollaban su actividad profesional en las diversas instituciones del sistema financiero.

Los dos talleres realizados con la participación activa de los asistentes y el diálogo suscitado por el panel de expertos analistas del sector financiero, incidieron en la cobertura de las carencias de quienes disponían tan solo de un conocimiento teórico de las instituciones financieras; en tanto que las ponencias y las mesas redondas a cargo de profesionales del sector se centraron en la oferta de alternativas y la discusión de posiciones específicas de cada una de sus entidades, para ilustrar las opiniones de quienes disponían de prácticas concretas y conocimientos especializados derivados de su actuación profesional. Las investigaciones encargadas "ex profeso" para el curso perseguían, por último, aunque en lugar preeminente, ofrecer las líneas de avance del conocimiento teórico y sus eventuales aplicaciones sobre la realidad de las entidades financieras en el presente o en el futuro inmediato, para todos los asistentes.

En cuanto a las aportaciones del curso, resulta difícil sintetizarlas, dados el rigor conceptual y la precisión metodológica de todas las colaboraciones; si bien ello podrá paliarse con el estudio en profundidad que podrá hacerse por el lector interesado cuando, dentro de pocos meses, sean objeto de publicación por la Fundación FIES. No obstante lo anterior, pueden esbozarse las grandes líneas de avance de las diferentes investigaciones, y a ese fin van encaminados los siguientes comentarios.

Desde las bases teóricas del marco regulador de la actividad de las instituciones financieras, la competitividad presupone la previa existencia de competencia, y ésta la revisión de los mecanismos asignativos del mercado para subsanar sus fallos en situaciones en las que las imperfecciones derivadas de la información asimétrica de los participantes, las externalidades, o la propia operatoria de las entidades, son múltiples. La actuación subsiguiente de las instituciones reguladoras no es, sin embargo, neutral, y sus objetivos específicos pueden distar de los del interés general, por lo que puede incluso hablarse de una economía política de la regulación, en cuyo marco se insertan el proceso de desregulación que se vive desde hace años

en el sector bancario europeo y el cambio en las estrategias de las entidades financieras, progresivamente orientado hacia el mercado.

Insertas en ese nuevo marco ampliado de la regulación, las fronteras de la competitividad entre las entidades financieras se alejan, difuminan y complican, ante un entorno en el que se han solapado sobre los problemas típicos de su dirección y gestión, cambios sustanciales en el ámbito económico, avances tecnológicos, reorientaciones en las políticas monetarias y en las regulaciones oficiales, junto con un mayor juego de las fuerzas del mercado y un incremento de la competencia. En su desarrollo, las fuerzas del cambio y las modificaciones estructurales verificadas en el sistema financiero, bajo la forma de fenómenos tales como la desintermediación, la titulización, la libertad en los movimientos internacionales de capitales, la globalización de los mercados y la fragilidad financiera, motivan profundas transformaciones, internas y externas, de las entidades financieras. Y ante ellas, sólo cabe un nuevo posicionamiento estratégico, en el que las grandes opciones, ya sea entre diversificación o especialización, entre producción o distribución, entre crecimiento interno o externo, constituyen la base del problema de la supervivencia y el desarrollo rentable.

La dimensión óptima de las instituciones financieras y las diferentes formas de conseguirla, adquieren así unas connotaciones estratégicas de primer orden, que han sido frecuentemente tratadas en la literatura especializada, pero que, salvo la general constatación de un progresivo grado de concentración en el sector financiero, sobre todo en el agregado de las Cajas de Ahorros, no ofrecen opiniones concluyentes en ningún sentido. Ante ese reto, sin embargo, las metodologías de análisis se especializan y precisan, y ya sea mediante métodos de frontera no paramétricos, medidas alternativas del output del negocio bancario, o desgloses en sus componentes de los costes de transformación de las instituciones financieras, ponen el énfasis en la relevancia de las economías de escala en el nivel de las unidades de negocio, más que en el de las entidades en su conjunto, y en el hecho de que la búsqueda de la dimensión óptima es una opción de futuro por la que debe procurarse pagar el precio más bajo posible, y cuyo ejercicio debe tener como norte la eficiencia y la creación de valor para el mercado.

La información, la informática y las telecomunicaciones, son un lugar común y un presupuesto inexcusable para la actividad de las entidades financieras, pero su tratamiento e implantación no se han sustentado, hasta el momento, en tratamientos rigurosos e interrelacionados con la posición de mercado de cada entidad. Cuando esto se hace, se resalta el sustrato de planificación y tecnología sobre el que se asientan la arquitectura de aplicaciones, la banca electrónica y los soportes para el desarrollo de aplicaciones informáticas; que constituyen otras tantas necesidades acuciantes para la prestación de servicios financieros de todo tipo, el dominio de la amplia panoplia tecnológica disponible, la operatividad de las múltiples aplicaciones en los diferentes ámbitos del negocio financiero, y su integración con la estrategia del negocio como potencial de futuro e instrumento de competitividad.

Los sistemas de información interna de las entidades financieras son factores clave para la dirección del negocio financiero y requieren identificar las unidades de gestión, desde las unidades centrales hasta los servicios, pasando por los gestores, los clientes y sus segmentos, y los productos. Y precisan de sistemas específicos de contabilidad analítica, que se fundamenten sobre los datos proporcionados por una información que ha de ser, a un tiempo, fiable y creíble, descentralizada y jerarquizada, integrada y adaptable, participativa y motivadora. Desde esa misma perspectiva, la información contenida en las bases de datos informatizadas de clientes constituye el fundamento del marketing de las entidades financieras, y el origen del fin de su

proceso de actuación comercial, guiado por los principios del conocimiento del mercado potencial y de su conquista rentable en el futuro.

Pese a la relevancia de todos los factores de competitividad apuntados hasta el momento, no puede olvidarse que el substrato de toda organización son las personas que la integran, por lo que debe prestarse una atención constante a los criterios de optimización del capital humano y a su potenciación respecto de las nuevas funciones a desempeñar en la actividad financiera, por medio de la formación. Hay que enfatizar la posición estratégica que tiene la gestión de los recursos humanos en las organizaciones modernas y, en particular, en su problemática, sus exigencias y su proyección de futuro en las entidades financieras. Bajo estos supuestos, hay que reivindicar el concepto de formación como recurso impulsor del desarrollo y la optimización del capital humano; superando enfoques tradicionales pero erróneos del mismo que han mermado su credibilidad, definiendo el entorno necesario para hacer eficaz un plan de formación del personal, y perfilando su puesta en práctica, de cara a la mejora efectiva del trabajo de los empleados de una entidad financiera.

Finalmente, el diagnóstico de la competitividad de las entidades financieras no puede ser ajeno al paradigma típico de la Economía Industrial, en el que los resultados han de guardar una línea de coherencia con la estructura organizativa de las entidades y con las estrategias perseguidas por las mismas. Bajo este enfoque, el análisis de la eficiencia de las entidades financieras puede realizarse desde una postura contingente, en la que no existen presupuestos previos sobre la forma organizativa a emplear; y cuya idoneidad, en cada caso, ha de someterse a la prueba de la eficiencia alcanzada por la organización, en una hipotética relación causal entre el contexto en el que se desarrolla la actividad, la estructura elegida para hacerlo y los resultados alcanzados. Frente a esta postura, y desde fechas relativamente recientes en el caso de las entidades financieras, aunque no así en el de las empresas no financieras, se alza la opinión de quienes ven en la forma organizativa de banca federada, compuesta de una unidad central que define la estrategia del negocio y de unidades especializadas independientes, autónomas y competitivas entre sí, una solución para aunar las ventajas de las economías de escala y alcance derivadas de la dimensión con las de adaptación al mercado y la flexibilidad de la especialización. Cada una de dichas aproximaciones, no obstante, y a la vista de las experiencias constatadas hasta el presente, carece de ventajas concluyentes sobre la otra; de tal forma que sólo la permanente contrastación con el mercado y la suficiencia de las series de datos manejadas podrán determinar en el futuro la mayor pertinencia de una sobre la otra.

Y como reflexiones finales, al hilo de los contenidos de este curso sobre la competitividad de las entidades financieras, la constatación de que la eficiencia de las entidades financieras redundará en la del sistema financiero en su conjunto y en la competitividad de la economía española en la Europa integrada, inmersa en un necesario, aunque hoy incierto, proceso de convergencia hacia la Unión Económica y Monetaria; y, en cualquier caso, en la coherencia y conjunción entre la economía financiera y la economía real.

El nivel de competitividad de cada entidad financiera viene determinado por la dimensión del mercado en el cual opera y por el marco regulador que determina las posibilidades de competencia específicas de cada entidad. Ante esta premisa, el Mercado Único amplía la dimensión del mercado por medio de la supresión de barreras reglamentarias entre los mercados nacionales, a la par que la liberalización de movimientos de capitales añade un factor determinante en la unificación del mercado para las entidades financieras. Sin embargo, el objetivo esencial de la unificación efectiva del mercado, el aumento de la eficiencia del sector financiero en beneficio de los usuarios y, a través de ellos, del sistema económico nacional, no

se logrará automáticamente; y sólo un esfuerzo coordinado de las Administraciones Públicas, las empresas, las entidades financieras y los agentes individuales, clientes y usuarios, impulsará hacia una nueva competencia dentro del Europa integrada. La sanción económica y política de no aprovechar estas nuevas oportunidades del Mercado Unico será la pérdida de capacidad competitiva; y no tanto de las entidades financieras en sí mismas, cuanto del sistema económico nacional a cuyo desarrollo debieran atender.

## LOS PRODUCTOS PREFERIDOS POR LOS CLIENTES FINANCIEROS

---

*José M. Rodríguez Carrasco*

**L**a variedad de productos financieros ofrecidos por la banca minorista en Europa no parece atraer mucho la atención de los clientes financieros, ya que sólo una mínima parte de los productos son los que en definitiva resultan adquiridos. Esta es la conclusión que se obtiene de la lectura de un informe de la revista *The Banker* (julio 1992) sobre un estudio llevado a cabo por la consultora francesa ADEGE.

La lectura de las Cuentas Financieras del Banco de España también muestra que la libreta de ahorros es el producto preferido por el consumidor financiero español, si bien se aprecia en los últimos tiempos una preferencia por otros productos que incorporan una mayor liquidez, los fondos de inversión colectiva y los productos de seguros.

I.- El estudio de la consultora ADEGE resalta dos aspectos, el primero que las entidades financieras no conocen con exactitud lo efectiva que resulta su política de productos, y en segundo lugar, que la existencia de buena parte de los productos ofertados pasan desapercibidos para su clientela. La consecuencia más inmediata de esta política comercial de desarrollo de productos es el alto coste en que están incurriendo las entidades, sin la contrapartida de unos ingresos por la colocación de esos productos.

El estudio ha sido llevado a cabo durante este año en trece bancos de cinco países (Bélgica, España, Francia, Luxemburgo y Suiza) con una muestra de 40.000 clientes. El campo de estudio se centra en la banca minorista y la adquisición de productos por parte de las familias, se excluyen por tanto de la investigación, las instituciones y las operaciones al por mayor.

Los resultados más sobresalientes del estudio aparecen en el Cuadro núm. 1, y una lectura pausada de los mismos revela que la **tercera parte** de las familias europeas detentan solamente **un producto financiero**. Cifra sorprendente cuando se compara con la oferta de los bancos estudiados, que arroja un promedio **veintinueve productos**. Si se tiene en cuenta que 16 de estos productos son adquiridos por menos del 5% de los clientes, se concluye que el 55% de los productos bancarios no son utilizados.

Otra cuestión importante es el grado de utilización que hacen los clientes de los productos que adquieren. La investigación señala que el 76% de los clientes tienen una **cuenta corriente** y el 61% **una libreta de ahorro**. De estos clientes el 23% **no tiene ningún movimiento de crédito** a lo largo del año y un 17% **no mueve** en absoluto su cuenta. Otro aspecto revelador del estudio es que solamente el 14% de los clientes tienen **libretas a plazo**. El porcentaje de clientes que piden **préstamos** a su banco es del 19%.

Otro producto que gana popularidad día a día como las **tarjetas de crédito**, no parece que llega a una gran masa de la población, pues solamente un 33% de los clientes es titular de las mismas, y de estos solamente las usa el 64%.

Las **tres conclusiones** más importantes que se obtienen, pues del estudio son:

1.- En Europa los bancos dependen solamente del 15% de sus clientes para la mayoría de los depósitos.

2.- Alrededor del 55% de los productos no son utilizados.

3.- Una tercera parte de los clientes sólo posee un producto.

Una de las consecuencias más inmediatas del estudio es que las entidades financieras actúan por mimetismo en lo que se refiere a ofrecer nuevos productos, tan pronto una entidad pone en la calle un producto la competencia hace lo mismo. En nuestro suelo se han visto ejemplos de esta conducta como las supercuentas y la guerra de las hipotecas. Este modo de responder a las iniciativas de la competencia implica también mayores costes pues los gastos generales, según se afirma en el estudio, crecen en progresión geométrica según el número de productos que los bancos minoristas ofrecen.

La recomendación, por tanto que se podría hacer a las entidades financieras a la vista de estos resultados es que no deben dedicarse a duplicar lo que hacen las demás entidades, sino que deben especializarse, definir el segmento de su clientela y cuidarla.

CUADRO NUM. 1

ESTUDIO EUROPEO SOBRE CLIENTES BANCARIOS	
	Media europea
1.- % de clientes con un producto .....	34
2.- Número de productos que ofrecen los bancos .....	29
3.- Número de productos en posesión por <5% de los clientes y >1% .....	16
4.- % de clientes con cuenta corriente .....	76
5.- % de clientes con libreta de ahorro .....	61
6.- % de clientes que no mueven su cuenta .....	17
7.- % de clientes que no hacen movimiento de crédito .....	23

II. A la vista de este estudio ¿qué decir de la realidad española? Una lectura de las Cuentas Financieras que anualmente presenta el Banco de España, confirma la impresión que se obtiene de la lectura del informe anterior. Una mirada al Cuadro núm. 2 corrobora que pese a la aparición de nuevos productos, las preferencias de las familias españolas y las instituciones financieras sin ánimo de lucro siguen siendo los productos tradicionales, ya que entre el "Efectivo y Otros Depósitos" que en el año 84 representaban el 66,52% de los activos, en el año 92 la cifra era del 61,89%.

Contemplando aisladamente las dos rúbricas anteriores se aprecia que los depósitos de ahorro y a plazo así como las cesiones temporales de activos, los tres comprendidos en la nomenclatura "Otros Depósitos", continúan siendo los productos financieros preferidos (42,46%) de los

agentes considerados. Sin embargo como se ve en el Gráfico núm. 1 la importancia de estos ha ido descendiendo paulatinamente a lo largo de los últimos nueve años.

Otros aspectos que destacan de la lectura del Informe del Banco de España es la preferencia por la liquidez a partir de 1989, año que por primera vez el "Efectivo" supera la cifra del 14% y esto quizá haya sido debido a la aparición de las supercuentas en la segunda mitad del año 89.

Los valores de renta variable tienen su momento álgido entre los años 86 y 88, lo cual se debe achacar a que ese fue un período de euforia bursátil. La crisis de este sector frenó esta tendencia alcista y a partir del año 90 destaca el ascenso de los fondos de inversión colectiva.

Otro producto que no ha sufrido ningún altibajo y su trayectoria ha sido ascendente durante el período considerado han sido las diferentes modalidades de seguros, principalmente fondos de pensiones y planes de jubilación, desde el 1,83% en 1984 hasta el 9,03% en 1992.

Los valores a corto que también han ascendido en los últimos años, reflejan la adquisición por parte de las familias de la deuda pública del Estado y comunidades autónomas, cuyo peso ha descendido en los últimos años.





Los datos que se tienen del comportamiento financiero de las familias españolas, en cuanto a la adquisición de productos financieros, confirman un paralelismo con los consumidores europeos en general, es decir, una preferencia por los productos tradicionales, si bien revelan el ascenso de los fondos de inversión colectiva durante los dos últimos años y confirman el continuo progreso de los productos de seguros.

CUADRO NUM. 2

ACTIVOS FINANCIEROS DE FAMILIAS E INSTITUCIONES PRIVADAS SIN ANIMO DE LUCRO %									
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Efectivo .....	13,50	13,33	12,73	12,56	13,44	14,16	16,03	16,97	16,71
Otros depósitos .....	53,02	51,68	48,71	47,23	46,91	45,78	45,48	43,69	42,46
Valores a corto plazo ..	1,34	1,85	3,11	2,55	2,00	4,03	4,25	3,42	2,78
Obligaciones .....	5,40	6,58	7,33	5,76	4,83	3,49	2,85	2,69	2,87
Valores de Renta variable	11,98	12,24	14,39	17,81	17,34	16,43	14,82	16,49	17,29
Acciones .....	11,75	11,88	13,50	16,88	15,98	15,08	13,15	11,23	9,30
Fondos .....	0,23	0,36	0,89	0,94	1,36	1,35	1,67	5,27	7,99
Créditos .....	10,41	9,17	8,07	7,51	6,54	6,60	6,33	6,54	7,66
Seguros .....	1,83	2,11	2,93	3,76	5,77	6,43	7,62	8,38	9,03
Otros .....	2,52	3,04	2,73	2,82	3,17	3,08	2,62	1,82	1,80
TOTAL .....	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Banco de España. Cuentas financieras y elaboración propia.

## REDUCCION DEL COEFICIENTE DE CAJA

---

*Juan Antonio Maroto Acín*

**E**l pasado día 20 de septiembre, el Banco de España decidió la reducción en un punto del coeficiente de caja de las entidades de crédito, que se encontraba situado, a la sazón, en el 3 por ciento de los pasivos computables de dichas entidades. En su nuevo nivel del 2 por ciento, el coeficiente comenzará a aplicarse desde la tercera decena del mes de septiembre para bancos, cajas de ahorros y entidades autorizadas, y desde el mes de octubre para cooperativas de crédito y ECAOL.

Si se toman en consideración los activos de caja computables para dicho coeficiente de bancos, cajas y entidades oficiales de crédito, que constituyen la parte sustancial de su nivel total, la media legal que representaban tales activos a la tercera decena del mes de julio<sup>(1)</sup> excedía de 1,2 billones de pesetas. Y de ahí la estimación de que la citada reducción de un punto en el coeficiente de caja liberará la tercera parte de los recursos hasta ahora inmovilizados, aproximadamente 400.000 millones de pesetas<sup>(2)</sup>. En términos de rentabilidad, un cálculo prudente, basado en un tipo de interés del 10 por ciento, permite también suponer que la liberación de recursos generará un incremento en el beneficio de las entidades sujetas al coeficiente de caja superior a los 40.000 millones de pesetas anuales.

En la implantación de la medida por el Banco de España ha jugado, sin lugar a dudas, la anterior motivación, que se inscribe dentro de la línea de fomento de la competitividad en costes de las entidades de nuestro sistema crediticio, sometidas a una competencia creciente de sus homónimas comunitarias en el marco del Mercado Unico y ante la plena libertad en los movimientos internacionales de capitales. Pero también, y sobre todo<sup>(3)</sup>, parecen haber influido las dificultades recientes de instrumentación de la política monetaria, sometida a unas tensiones de liquidez que habían obligado al Banco de España a suministrar volúmenes crecientes de financiación a las entidades de crédito, elevando los préstamos de regulación monetaria por encima de los 6 billones de pesetas diarios.

En cualquier caso, el incremento en la cifra de recursos de libre disposición para las entidades de crédito tiene todavía una tercera motivación que añadir a las anteriormente citadas y que, tal vez, sea la más importante: resaltar su mayor responsabilidad en la actuación frente al mercado

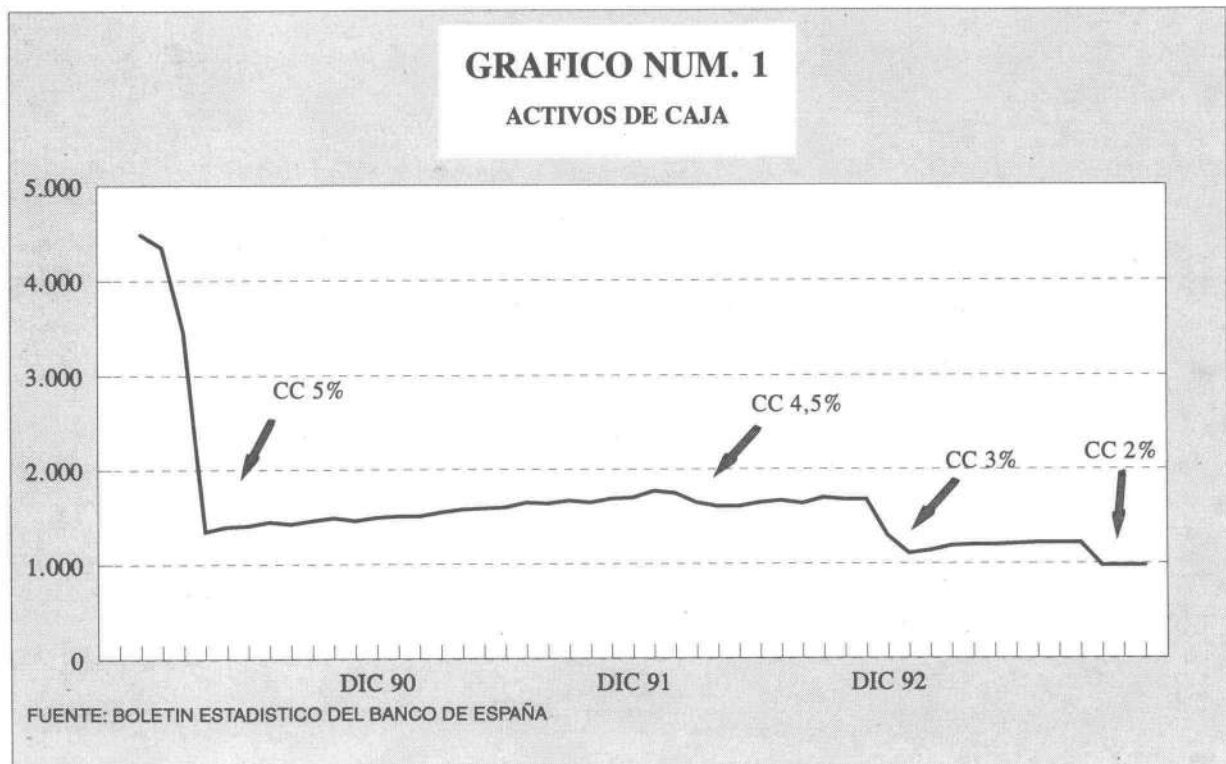
---

(1) Última cifra disponible, según el Boletín Estadístico del Banco de España, de agosto de 1993.

(2) Cuyo desglose aproximado es de 206.000 millones de pesetas para los bancos, 187.000 para las cajas de ahorros, 20.000 para las cooperativas de crédito, y 15.000 para EOC y ECAOL.

(3) En términos de mejora de la competitividad en costes sería más relevante la aceleración en el calendario de amortización de CEBES, cuyo saldo vivo en poder de las entidades superará aún los 2,8 billones de pesetas en el próximo mes de octubre, como recordaban recientemente Ignacio Ezquiaga y Miguel Físico (El País, 26/9/93).

y su eficiencia comparada; causas últimas de que el cambio en el nivel del coeficiente de caja redunde en beneficio tanto de las cuentas de resultados de las entidades como en la reducción de tipos para la clientela.





## RESUMEN DE PRENSA

---

### LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA INTERNACIONAL

---

#### INDICE

	Pág.
Introducción .....	105
No hay razón para estar tristes .....	110
¿A qué se debe la parsimonia de los bancos centrales europeos? .....	112
La supervivencia ilusoria del SME .....	115
"Plus Ça change..." .....	118
Europa debería reconocer que el mundo ha cambiado .....	120
Las sorpresas del SME, un mes después de su colapso .....	122
La fidelidad de algunos países al Sistema Monetario Europeo .....	124
En el Reino Unido, el "miércoles negro" se ha convertido en el "miércoles blanco" .....	126
Europa no llegará a la moneda única .....	129
La situación puede que no sea tan buena en el Reino Unido .....	131
EE.UU.: El lento desarrollo oculta las mejoras de la productividad .....	133
Francia, incomprendida en Cambridge (Massachusetts) .....	135
Buenas noticias de Europa y de Japón .....	137
Desarrollo incierto para 1994, según el Fondo Monetario Internacional .....	140
Europa es más que Francia .....	142
El "compromis agrícola" abre un camino de esperanza .....	144
La preocupación de la CE por la libertad de los movimientos de capital .....	146
Lo bueno y lo malo del comercio dirigido .....	148
El futuro nos sorprende siempre de nuevo .....	151
La ampliación de las bandas de fluctuación en la prensa de habla alemana .....	153

El programa de austeridad del gobierno alemán . . . . .	160
Los nuevos planteamientos en la política de materias primas: vestigios de un experimento fallido	163
Los ingleses creen en la recuperación. Esperanzas puestas en la Bolsa. . . . .	165

INTRODUCCION

---

TRES TEMAS FUNDAMENTALES DE LA ECONOMIA MUNDIAL EN  
EL OTOÑO DE 1993

**La crisis del sistema monetario europeo.**

La prensa económica internacional, y particularmente la europea, ha estado dominada en las últimas semanas por un tema indiscutible: la crisis del Sistema Monetario Europeo y sus repercusiones.

El origen inmediato de los acontecimientos que motivan este comentario ha de buscarse en el estado de cosas existente a finales de Julio, caracterizada por el revuelo que se estaba manifestando en aquel momento en los mercados financieros, todo ello en el marco de una situación recesiva que afectaba gravemente, como mínimo, a todo el continente.

Un artículo importante publicado aquellos días en **Financial Times** (29 de Julio), reflejaba perfectamente tal estado de cosas. El artículo estaba firmado nada menos que por Oliver Blanchard, Rudiger Dornbusch, Stanley Fisher, Franco Modigliani, Paul Samuelson y Robert Solow, todos ellos profesores de economía del Massachusetts Institute of Technology, razón por la cual alguien pudo llamarles los "MIT Six".

"Apenas serviría de nada buscar a los responsables de la situación actual", decían. "Uno de ellos es el Bundesbank, con su política excesivamente severa. Otros son países como Francia, que se inclina por una moneda fuerte al precio de una recesión innecesaria, o como España, que cree que estar en Europa significa necesariamente ser miembro del SME... A nuestro juicio, de lo que se trata es de que los países del mecanismo de cambios alteren sus prioridades, situando el paro en primer lugar y reconociendo que mucha mano de obra puede ser reabsorbida a través de una política reflacionista que empiece con una reducción substancial de los tipos de interés".

A la vista de lo que precede, no puede sorprender que los profesores del MIT se pronunciaran por el fin de un SME que limitaba la libertad de los países miembros para emprender una política expansiva que acabara con el paro y con la recesión.

El 2 de Agosto, como se recordará, se procedió al ensanchamiento de las bandas de posible fluctuación de los tipos de cambio del SME. El ensanchamiento fue de tal magnitud que la operación pudo ser interpretada como una renuncia al objetivo del Sistema de asegurar unos tipos de cambio fijos -aunque, en principio, ajustables- que facilitarían el buen funcionamiento del mercado único. ¿Había muerto, pues, el Sistema Monetario Europeo? Así lo pensaron muchos de los observadores y analistas que inundaron con sus comentarios la prensa de aquellos días.

Sea como fuere, el caso era que con unas bandas tan anchas los tipos de cambio disponían de un amplio espacio de maniobra, por lo que no habían de constituir un obstáculo para que los tipos de interés descendieran, facilitando con ello la deseada expansión.

Pero lo cierto es que las cosas no fueron exactamente por donde pudo pensarse que irían. Los gobiernos no procedieron a una reducción espectacular los tipos de interés y los tipos de cambio europeos, en general, experimentaron alteraciones más bien ligeras en relación con el punto de referencia constante que es el DM.

¿Cómo era posible que los países del SME, "liberados" por el ensanchamiento de las bandas, no aprovecharan la nueva situación para reducir substancialmente los tipos de interés? Esta fue -y sigue aún siendo- la pregunta más repetida en artículos y comentarios. Entre las colaboraciones de prensa de mayor relieve de las semanas más recientes ha destacado, una vez más, la de los profesores del MIT citados más arriba -a los que se les unió, en esta ocasión, Paul Krugman, asimismo profesor de Economía en el Massachusetts Institute of Technology-, los cuales, el 6 de Agosto, publicaron, también en **Financial Times**, el artículo que aparece más adelante con el título del "No hay razón para estar tristes". En él, los "Big Seven" se expresaban en estos términos: "Es un error creer que algo importante se perdió la semana pasada. Por el contrario, la liberación de las monedas anteriormente prisioneras del SME ofrece una magnífica oportunidad para recuperar el dinamismo que animó a Europa en los años anteriores a 1992".

Sucedió, sin embargo, que, a pesar de recomendaciones tan autorizadas, los gobiernos europeos, por lo general, siguieron sin hacer uso de la recuperada libertad, y esta sería la razón de que dos de los firmantes de los artículos antes citados, los Premios Nobel Franco Modigliani y Robert Solow, volvieran a insistir con un nuevo artículo, que publicó **Herald Tribune** de 18 de Agosto y que se reproduce también en estas páginas ("¿A qué se debe la parsimonia de los bancos centrales europeos?"). "Ningún tipo de interés oficial ha sido reducido, salvo en España. Esto ha contribuido a que los tipos del mercado se hayan mantenido altos y a que la devaluación real haya quedado reducida a un mínimo. Si las cosas continúan así, nada se habrá conseguido en Europa en materia de recuperación. ¿A qué se debe este comportamiento y qué es lo que se pretende con el mismo?".

Como es natural, no fueron sólo los profesores del MIT los que se pronunciaron a favor y los que urgieron un cambio de política. Otros profesores y otros comentaristas adoptaron una posición idéntica, hasta el punto de convertirla en obsesiva. Tanto es ello así que se pudo esperar que, de una forma u otra, surgirían aquí o allá voces que defendieran, o que justificaran, o que explicaran las razones que han llevado a los gobiernos y a los bancos centrales a actuar con la cautela con que lo han hecho. Pero lo cierto es que tales voces, o no han existido, o han tenido poco eco en la gran prensa. Esto, sin embargo, con una excepción notable, por lo menos por lo que al caso específico español se refiere: la del profesor Andreu Mas-Colell, de la Business School de Harvard, quien en unas declaraciones que publicaba el diario *El País* el 13 de Septiembre -y que se incluyen más adelante, dentro de este resumen de prensa-, respondía a la pregunta "¿comparte Ud. la postura de algunos de sus colegas del MIT que aconsejan que España abandone el SME?" de la siguiente forma: "No comparto estas opiniones vertidas por el grupo de los seis economistas de Massachusetts, a los cuales debería llamárseles la banda de los siete si se les añade Lester Thurow. Me parece irresponsable aconsejar esto. España es un país con desajustes muy serios y con una gran inflación subyacente. Ahora, en momentos de crisis, se puede comprobar que España es un seguidor natural, es decir, un país que no decide, que no fija precios y que se adapta como puede. Salir del SME y bajar tipos de interés, con ejemplos tan inciertos como el de Italia o el de Inglaterra, es una locura".



### La evolución de la crisis económica.

El otro tema importante, recurrente, en la prensa de las últimas semanas ha sido, inevitablemente, la evolución de la crisis en los diferentes países. ¿Qué se puede decir, en esta síntesis, que tenga un mínimo de solidez? El último número de la **National Institute Economic Revue**, correspondiente al mes de Agosto, decía lo siguiente: "La producción industrial del área de la OCDE ha estado bajando alrededor de dos años, y esperamos que se recupere lentamente a lo largo de este año y, más rápidamente, del próximo. El crecimiento en las siete mayores economías en conjunto será probablemente lento este año, en la medida en que la recuperación en América del Norte y en el Reino Unido apenas compensará la expansión lenta de Japón y de Italia y el crecimiento negativo de Alemania y Francia. Como consecuencia de ello, esperamos que la inflación se mantenga estable durante varios años en el mundo industrial. El ritmo de la recuperación en los próximos dos años debería ser relativamente modesto, en general, en los siete mayores países, y las insuficiencias de capacidad que puedan aparecer en este o aquel país deberían poder ser cubiertas por la capacidad sobrante de otros países, razón por la cual las presiones inflacionistas serán débiles. Nuestro pronóstico prevé la vuelta a un crecimiento sostenido, según la capacidad de cada país, en la segunda mitad de la década. Sin embargo, el caso es que la reestructuración del SME ha introducido una dosis adicional de incertidumbre por lo que refiere a las perspectivas de los tipos de cambio y al potencial productivo de las diferentes economías. De ahí que nuestro pronóstico deba ser contemplado como una proyección central de cara a un futuro progresivamente incierto". A lo que la citada publicación, insistentemente, añadía: "Aunque nuestro pronóstico central es compatible con nuestro convencimiento de que la unión monetaria es aún posible, el futuro debe ser contemplado a partir de una gran incertidumbre presente".

Por su parte, el **Economic Bulletin** del German Institute for Economic Research ("Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung"), en su número de Septiembre, acusaba un pesimismo todavía más evidente: "Unos mayores recortes de los tipos de interés en los países del SME, y en especial en Francia, sólo tendrán lugar si el Bundesbank continúa distendiendo su política monetaria. Pero aún en el caso de que esto ocurra, el año que viene no verá un crecimiento apreciable de la economía de la Europa occidental. Después de una contracción del 0'5 por ciento este año, esperamos una tasa de expansión del 1 por ciento para 1994. En el mercado de trabajo europeo, esto significa un persistente y acusado incremento del paro".

Otro testimonio de interés, aparecido los últimos días, ha sido el **Outlook** semestral del Fondo Monetario Internacional. **The Economist** subraya la inseguridad que ha caracterizado las previsiones económicas de los últimos tiempos. "Los modelos económicos corrientes pueden ser de alguna utilidad para prever la crisis originada por la acumulación de stocks (como fue el caso en 1981-82). Pero apenas han servido para nada en el cálculo de los efectos de una caída del precio de los activos y del incremento de la deuda. Y resulta que, a partir de 1990, ha sido una deflación producida por la deuda la que ha caracterizado las economías de Norteamérica, Gran Bretaña, países escandinavos, Australia y, ahora, Japón.

Sea como fuere, lo cierto es que el FMI muestra un notable recelo. Ahora bien, como señala el mismo **The Economist**, no hay duda que -llegue cuando llegue- la recuperación está más cerca de lo que lo estaba cuando el Fondo publicó su anterior informe.

Con todo, no puede decirse que la impresión general que traslucen los comentarios de la prensa diaria sea necesariamente negativa. Ocurre más bien lo contrario, cosa que, obviamente, no constituye ninguna garantía. Pero, equivocada o no, parece claro que la prensa contempla

un mundo industrial en el que se han de producir mejoras substanciales en 1994. ¿Será esta esperanza producto sólo de una sensibilidad primaria ("no hay mal que cien años dure")?. ¿Será únicamente la expresión ingenua de unos buenos deseos?. A veces la confianza, insistentemente expresada, se autoalimenta, dejando en entredicho a los científicos más rigurosos. Esto por lo menos es lo que parecen pensar los colaboradores de prensa que, tal vez intuitivamente, pretenden, muy numerosos, que la recesión europea ha de quedar superada desde principios del año próximo.

Esto por no hablar de algunos observadores de la economía británica, cuya euforia resulta incluso sospechosa. ¿No tratarán éstos sólo de poner de manifiesto los supuestos beneficios que habría obtenido el Reino Unido al abandonar el SME? Esta es la impresión que producen ciertos análisis publicados aquí y allá (alguno de ellos recogido en estas mismas páginas). Pero aunque este fuera el caso, no dejaría de ser cierto que lo que le ocurra a la economía británica ha de resultar comparativamente aleccionador.

Otra economía emblemática, desde la perspectiva de nuestro país -y por razones inversas a las del caso anterior- es la de Francia, en la que se concentran mayormente las iras de los adversarios -esporádicos o no- del SME. ¿Qué puede esperarse de esta economía? "La depresión, ¿ha tocado fondo?", preguntaba Alain Verholes en **Le Monde** de fechas 19-20 de Septiembre. "Así parece deducirse de los últimos datos que acaba de publicar el INSEE. Después de un pésimo primer trimestre (-2'8%) la situación se estanca en el segundo, y así parece haber ocurrido también en el tercero".

Según Verholes, las autoridades y la mayor parte de los economistas privados franceses "estiman que la actividad seguirá estancada hasta principios del año próximo, en que empezará a aumentar lentamente". Esta manera de ver las cosas se basa en la esperanza de un aumento de la inversión y, en general, de la demanda interna como consecuencia de la recuperación exterior. Es decir, "las exportaciones, que aumentaron a un ritmo anual del 4'4% en el segundo trimestre, provocarían una reactivación".

Francia, pues, confía en una aceleración de la expansión promovida por las exportaciones. Ahora bien, lo mismo esperan Estados Unidos, y Gran Bretaña, y... Pero esto exige que los otros países se reactiven realmente. Alguien tendrá que empezar.

#### **La marcha de las negociaciones comerciales multilaterales.**

En el tema de las negociaciones comerciales multilaterales, las espadas siguen en alto. Se mantienen, en efecto, las posiciones enfrentadas y nadie sabe, en el momento en que estas líneas son enviadas a la imprenta, días después de la frustrada reunión del día 20 de Septiembre de los ministros de Asuntos Exteriores y de Agricultura comunitarios, qué solución puede darse a la cuestión.

El conflicto es potencialmente grave, no sólo para el curso de la Ronda Uruguay sino también desde el punto de vista de las relaciones intraeuropeas. En Francia mismo se está produciendo un enfrentamiento sordo que nadie sabe a donde puede conducir. Las mismas páginas de **Le Monde** son un reflejo de este estado de cosas. La agricultura, por supuesto, tiene grandes defensores, pero no son pocos los franceses que recuerdan que no se deben sacrificar a ella ni la unidad europea ni la industria y los servicios del país.

Por lo demás, tampoco faltan los que advierten que, dígase lo que se diga, el contencioso agrícola no es el único obstáculo que se opone al final feliz -y completo- de la Ronda. "De la siderurgia al audio-visual, del textil a la aeronáutica, los temas a discutir no faltan para las ciento once partes contratantes que negocian en Ginebra".

Mientras tanto, y con los sinsabores y amarguras de la recesión, la unidad europea, Maastricht, el proyecto de moneda única, se resienten, según muestran encuestas y sondeos. Tanto es ello así que podría resultar conveniente que en la montaña más alta de cada país de la CE se colgara un letrero visible desde todo el territorio, que dijera algo así: "Prohibido hablar del proceso de integración de Europa mientras la recuperación de la economía no sea una firme realidad".

### **LA ECONOMIA INTERNACIONAL A TRAVES DE LA PRENSA EN LENGUA ALEMANA**

Las últimas páginas de este Resumen de Prensa -reservadas a los medios de información en alemán- recogen en esta ocasión las siguientes cuestiones que hemos considerado apropiado traer a estas páginas.

Una es la medida adoptada hace unas semanas en Bruselas de ampliación de los márgenes de fluctuación del SME, sus repercusiones en varios países y el punto de vista de algunos diarios en lengua alemana al respecto.

Otro tema que ha merecido nuestra atención ha sido la visión de éstos sobre un tema tan actual como el programa de austeridad del Gobierno alemán, así como sobre las reacciones que ha suscitado entre los partidos, sindicatos y determinados estados federados.

En tercer lugar, están las vicisitudes de la reciente política de materias primas y en particular la creación del Fondo Común para la estabilización de los precios de las materias primas, problemática ésta que han tratado últimamente algunos periódicos alemanes y suizos.

Finalmente se incluye en esta Sección un editorial del "Frankfurter Allgemeine Zeitung" sobre las expectativas de recuperación en Gran Bretaña y su influjo en el auge de las bolsas de aquel país.

**No hay razón para estar tristes.**

---

*El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en "Financial Times" de 6 de Agosto. Sus autores son Oliver Blanchard, Rudi Dornbusch, Stan Fisher, Paul Krugman, Franco Modigliani, Paul Samuelson y Robert Solow, todos ellos profesores de Economía en el Massachusetts Institute of Technology.*

En la camisa de fuerza que ha sido mecanismo de cambios europeos la economía europea cayó en la recesión de 1993, con pocas perspectivas de recuperación para 1994. El paro en Europa, situado en los 22 millones de desocupados, iba camino de elevarse hasta alcanzar el año próximo cifras nunca vistas. El fin de un Sistema Monetario Europeo excesivamente rígido abre la posibilidad de una evolución más favorable para muchas economías.

Es un error creer que algo importante se perdió la semana pasada. Por el contrario, la liberación de las monedas anteriormente prisioneras del SME ofrece una magnífica oportunidad para recuperar el dinamismo que animó a Europa en los años anteriores a 1992.

La decisión de ampliar los márgenes de las fluctuaciones de los tipos de cambio resultó inevitable. Los bancos centrales pudieron aplazar -dentro de ciertos límites y a un coste cada día mayor- el momento de la reforma, pero les fue imposible evitar que esta se produjera. Los mercados entendieron el dilema fundamental. El Bundesbank había dejado claro que no estaba dispuesto a reducir sus tipos de interés para defender los tipos de cambio existentes. Cualesquiera que fueran las palabras utilizadas, resultaba evidente que Dinamarca, España, Bélgica y, últimamente, Francia, no disponían de las reservas ni de la determinación necesarias para sostener los tipos de cambio al precio de un desempleo cada vez más elevado. Las incertidumbres derivadas del desconocimiento del momento y de la magnitud de las eventuales reducciones de los tipos de interés por parte de Alemania, así como la urgente necesidad de una menor presión por parte de otros países comunitarios, plantearon un problema de credibilidad que, como era inevitable, aprovecharon los especuladores, sabedores del curso que iban a tomar los cambios.

A veces, la especulación cambiaria merece la mala fama que tiene. Esta vez, con todo, los especuladores se convirtieron en los mejores amigos de los parados y también -aunque esto no lo admitirán nunca- de las autoridades monetarias que habían contraído compromisos de imposible cumplimiento.

Sin duda, se ha producido un deterioro de la imagen de aquellas autoridades que aseguraban que nunca devaluarían, pero sería una equivocación fijar la atención en esto. Más que mirar hacia atrás y soñar en castigar a los especuladores, lo que deben hacer ahora los gobernantes es sacar el máximo provecho de la recuperada libertad combatiendo el desempleo, asegurándose, esto sí, de que la inflación no lo eche todo a perder.

La decisión de mantener el formato del SME -con unos márgenes de posible oscilación de los tipos de cambio, aunque aquellos sean del 15 por ciento- es juiciosa y pragmática. El Sistema Monetario Europeo constituyó un buen instrumento de convergencia durante bastante tiempo, pero se averió prematuramente al creer que unos nuevos reajustes de las paridades destruirían la credibilidad conseguida. Con unos márgenes limitados y en ausencia de reajustes, el espacio

para unos tipos sucesivamente divergentes se fue reduciendo justo en una fase en que una más elevada inflación alemana hacía deseable una mayor flexibilidad. Los amplios márgenes adoptados últimamente permiten unas grandes divergencias de los tipos de interés, de tal forma que nada hace prever una nueva crisis, por lo menos en un futuro próximo.

¿Qué estrategias deberían adoptar los países para aprovechar esa mayor libertad en materia de tipos de interés y de cambio? No hay una respuesta única y simple aplicable a todos y cada uno de los países.

Todos deben estar atentos con el fin de evitar una reactivación de la inflación, cosa, por cierto, que resultará más fácil para unos que para otros. Pero todos deben también dar urgente prioridad a la expansión, pues ésta es la única manera de reducir el desempleo. Unos menores tipos de interés constituyen la manera más obvia de actuar en ese sentido, dados los obstáculos -reales o imaginarios- que se oponen a la acción fiscal. Finalmente, todos deben mirar más allá de la fase de recuperación y prestar más atención a la economía de la oferta, a los incentivos, a la flexibilidad, a los peligros de un conformismo excesivo. Ahora bien, más allá de esos objetivos generales comunes, merece la pena considerar individualmente algunos casos específicos.

Francia se halla en unas condiciones privilegiadas por lo que se refiere a las posibilidades de acción. Con una inflación moderada, puede actuar con firmeza a favor del desarrollo, y sin duda lo hará. Este país debería reducir los tipos de interés lo antes posible y alcanzar un nivel del 4 ó 5 por ciento en sólo unos meses. No hay razón alguna que le obligue a esperar. De hecho, dado lo mucho que tarda la política monetaria en estimular la recuperación -en especial si no se ve respaldada por una política fiscal expansiva- Francia no tiene tiempo que perder. Incluso en el caso de que empiece a actuar inmediatamente, deberá esperar por lo menos hasta el principio de 1994 para obtener algo positivo en materia de crecimiento.

En el caso de Bélgica, la necesidad de unos tipos de interés moderados es aún más imperativa. La ratio extraordinaria de deuda pública -tal vez la mayor del mundo- hace que el país sea supersensible incluso ante la mera posibilidad de estrategias insostenibles. El país tiene ahora una buena reputación, pero puede perderla rápidamente si los tipos de interés permanecen elevados.

España se halla ante obstáculos mucho más serios. La inflación no es allí moderada y la respuesta instintiva ante una debilitación de la moneda es la reactivación de la inflación. Naturalmente, el mantenimiento de una política monetaria restrictiva no soluciona el problema. Son esenciales unos bajos tipos de interés, el crecimiento es del todo necesario y resulta imprescindible enfrentarse decididamente con el persistente corporativismo, la falta de competencia y el creciente desempleo.

Los casos de Suiza, Italia y Gran Bretaña prueban que existen vías alternativas. Suiza tiene unos tipos de interés inferiores al 5 por ciento, muy por debajo de los de Alemania. El Reino Unido, tras ser obligado a abandonar el SME, el pasado otoño, adoptó una estrategia expansiva; y ahí está, sin mostrar señales de tensiones o de pérdida de la estabilidad financiera. La derrota de Italia ante los especuladores representó el inicio de una etapa de recuperación y de reformas internas de largo alcance. Italia ha demostrado que los sindicatos pueden tener visiones amplias y estar dispuestos a cooperar en una estrategia de crecimiento que no se traduzca en inflación.

Las reducciones de los tipos de interés no pueden llevarse a cabo sin que se produzca cierta depreciación de las monedas. Sólo con la expectativa de una apreciación respecto al DM puede una moneda tener unos tipos de interés inferiores a los de Alemania. La verdadera cuestión es, pues, cuánto debe bajar, digamos, el franco francés para resistir unos moderados tipos de interés. En nuestra opinión, la necesaria depreciación es muy limitada. Entre el 5 y el 7 por ciento, tal vez. Después de todo, Francia se adelanta a los recortes de los tipos alemanes entre seis y doce meses, aproximadamente, y esto no supone grandes alteraciones. El mismo argumento puede aplicarse a Bélgica y a Dinamarca. Así, pues, el volumen de la depreciación no ha de ser muy grande. Además, la especulación estabilizadora ("stabilising speculation") debería contribuir a limitar la caída.

Todo hace pensar que las incertidumbres y los riesgos se verían muy limitados si los países que han de proceder a reajustes actuaran de una forma coordinada. Casi todos ellos deberían poder reducir los tipos de interés de una forma paralela los unos respecto a los otros, lo que limitaría la volatilidad excesiva. Que sigan o no el mismo curso dependerá de su actitud respectiva frente al desempleo, de los resultados que obtengan en cuanto a inflación y, en definitiva, del éxito que consigan en la reducción de los tipos sin una depreciación exagerada.

Si los tipos de interés se aprovechan de la libertad de que ahora disponen y si el crecimiento se reanuda, se planteará la cuestión de la vuelta a unas bandas más reducidas y de la resurrección del proyecto de unión económica y monetaria.

Sea como fuere, la prioridad inmediata es la flexibilidad, y esto excluye cualquier tipo de compromiso formal que suponga mantener unos tipos de cambio insostenibles. Con todo, no hay razón alguna que obligue a descartar unos márgenes comerciales pragmáticos que se situarían alrededor de los nuevos niveles de los tipos de cambio, pero esto sólo después de que los tipos de interés hubieran sido reducidos. Por consiguiente, no esperamos unas grandes oscilaciones por el simple hecho de que los márgenes actuales sean muy amplios. Más adelante, dentro de 18 meses o de dos años, los europeos pueden volver a examinar si se dan las condiciones necesarias para volver a unos tipos de cambio estables, o incluso para avanzar nuevamente hacia la unión monetaria, viendo la mejor manera de asegurar una mayor coordinación y cómo proceder.

En definitiva, tanto si llega a haber una moneda única como si no, una Europa unida ha mostrado ya las ventajas de un mercado en el que los bienes y los servicios pueden moverse con libertad. El buen nombre de Europa se verá prestigiado si la progresiva integración se traduce en prosperidad y no en paro masivo.

#### **¿A qué se debe la parsimonia de los bancos centrales europeos?**

---

*El artículo que se transcribe a continuación apareció publicado en **Herald Tribune** de 18 de Agosto. Sus autores son Franco Modigliani y Robert Solow, Premios Nobel de Economía y profesores ambos del Massachusetts Institute of Technology.*

Los miembros del Sistema Monetario Europeo y la mayor parte del resto de Europa han estado soportando un considerable volumen de desempleo, unido a la pérdida de miles de

---

millones en forma de potencial económico no realizado. Para hacer frente a este problema existe la necesidad inmediata de reducir los tipos de interés, cosa que debe ser hecha con presteza y significativamente. Esto ha sido a causa de los elevados tipos que el Bundesbank consideraba convenientes para Alemania y del estrecho margen de las posibles fluctuaciones de los tipos de cambio permitidas en el marco del SME. Pero ahora que son posibles mayores fluctuaciones - puesto que la banda ha sido ampliada del 2'5 al 15 por ciento-, resulta intrigante ver cómo los bancos centrales no parecen dispuestos a aprovecharse de la nueva libertad de que disponen.

Ningún tipo de interés oficial ha sido reducido, salvo en España. Esto ha contribuido a que los tipos del mercado se hayan mantenido altos y a que la devaluación real haya quedado reducida a un mínimo. Si las cosas continúan así, nada se habrá conseguido en Europa en materia de recuperación.

¿A qué se debe ese comportamiento y que es lo que se pretende con el mismo? No puede pensarse que los bancos centrales crean que la reducción de los elevados tipos de interés actualmente en vigor, no fuera a estimular el crecimiento. Ha de haber otras explicaciones.

La más importante de éstas, es probablemente la irresistible tentación que sienten los bancos de penalizar a los especuladores, por haberles forzado a hacer lo que habían prometido no hacer. Esto significaría que los bancos harán lo posible para que los especuladores pierdan dinero, o por lo menos, para que no lo ganen en abundancia, manteniendo la devaluación en lo mínimo, mediante lo que *Helmut Schlesinger*, cuando presidía el Bundesbank, acostumbraba llamar "gran prudencia en materia de política de tipos de interés".

Otra explicación es que los bancos hayan adoptado el dogma, según el cual, al abandonar sus paridades financieras, han traicionado a la causa europea, y atentado contra el orgullo nacional, posición que resultaría absurda en las circunstancias actuales. Desde luego, hubo un tiempo, en que el formar parte de un sistema de paridades fijas, presidido por el Bundesbank, con su actitud firme ante la inflación, supuso un medio eficaz de contener las subidas de los precios en muchos países, cosa que hubiera resultado inimaginable en otras circunstancias. En esos tiempos, los tipos de interés que parecían buenos para Alemania, resultaban buenos también para el conjunto del SME, porque la devaluación, entonces, hubiera constituido una renuncia.

La situación es hoy muy distinta. La inflación no es ya un problema serio para otros países, pero sí lo es aún para Alemania. En términos de tipos de interés, lo que es bueno para la economía alemana -que se halla sobrecalentada por el coste de la incorporación de sus territorios del este- es veneno para todas las otras economías. El mantenimiento de un tipo de cambio fijo frente al DM no representa más que la seguridad del estancamiento y del desempleo para el resto de Europa y no supone nada bueno para la causa de la unidad europea. Si la gente empieza a pensar que una Europa unida depende de la adhesión ciega a las políticas del Bundesbank, el resultado puede ser que el coste de la unidad resulte del todo excesivo.

Un tercer elemento a tener en cuenta en el comportamiento de los bancos centrales europeos es de naturaleza psicológica. Los bancos se mantuvieron sujetos al DM durante tanto tiempo porque se consideraron obligados a hacerlo y porque defendieron tal política como la mejor para sus respectivos países, y esto a pesar de su enorme coste. Los mismos bancos quieren ahora mostrar, manteniéndose fieles a la misma, que se trataba de una política acertada.

Finalmente, los bancos centrales pueden en general preferir unos tipos de cambio fijos, y no flotantes, porque cuando las monedas flotan, hay más espacio para la actuación de las fuerzas del mercado, y menos para que los bancos centrales jueguen con las intervenciones y con los tipos de interés. Esto podría explicar la ansiedad con que esperan poder restablecer de hecho un sistema de bandas estrechas.

También podría haber otras razones que nosotros no podemos adivinar. Las que acabamos de sugerir, se irán erosionando poco a poco. Con todo, ¿cuánto tiempo habrá de transcurrir antes de que prevalezca el sentido común, y bajen los tipos de interés?

La experiencia italiana es ilustrativa. El pasado otoño, cuando los especuladores obligaron a una devaluación del 15 por ciento, la primera reacción del Banco de Italia y de la población italiana fue de humillación, dada la caída del precio de la lira, y de indignación contra los especuladores por haber éstos ganado la partida al banco central. El Banco de Italia hizo todo lo posible para minimizar el agravio y para castigar a los especuladores elevando los tipos de interés e interviniendo en apoyo de la moneda. Esto condujo a que la devaluación de Septiembre se transformara en una revaluación del 3 por ciento el siguiente mes, hasta el punto de que el banco central pareció esperar que Italia estuviera pronto en condiciones de reincorporarse al SME y de someterse de nuevo al Bundesbank. Afortunadamente, después de pensarlo dos veces, las cosas fueron por otros caminos.

Hacia últimos de Noviembre, y en parte gracias a un artículo de nuestro colega *Rudiger Dosnbusch*, el Banco de Italia empezó a apreciar cómo la economía del país salía ganando como consecuencia de los menores tipos de interés y de una lira más barata que estimulaba las exportaciones. De Noviembre a Marzo los tipos de interés bajaron, y la lira reemprendió su caída, alcanzando una depreciación máxima del 30 por ciento. Y como los sindicatos habían firmado un acuerdo extraordinario el mes de Julio anterior, renunciando a las subidas de salarios en los nuevos contratos, la devaluación, por una vez, fue real.

A partir de entonces, se ha permitido la fluctuación del tipo de cambio, el cual se ha recuperado incluso algo; pero la presión a la baja de los tipos de interés, se ha mantenido.

Las letras del Tesoro a tres meses -principal fuente de financiación del Estado- rinden actualmente alrededor del 8 por ciento, frente al 15 por ciento en el momento de la crisis del pasado año y del 12 por ciento anterior. Los beneficios que Italia ha obtenido con ello son evidentes: una enorme subida de las exportaciones netas y una reducción muy substancial de los pagos por intereses y de los déficit presupuestarios, todo ello muy importante a causa de la enorme deuda pública del país. Finalmente, el curso descendente que seguía la actividad económica desde el año pasado tocó fondo, y a mediados del verano se manifestaban señales claras de recuperación, en una fase en que el resto de los países del SME continuaba en plena crisis.

Puede pensarse que la mayoría de los otros países del Sistema tardarán tanto como Italia en sacar provecho de la flotación de las monedas y en empezar a reducir los tipos, tanto los de interés como los de cambio. Si esta operación fuera llevada a cabo simultáneamente por la mayoría de los países que participan del SME -posiblemente a través de una flotación conjunta ("joint float") orquestado por Francia- no habría devaluaciones competitivas dentro del grupo. Cada país disfrutaría de una mayor renta como consecuencia de unas políticas económicas internas más flexibles y de las mayores exportaciones a países de fuera del grupo, así como de las consecuencias favorables de la elevación de las rentas de los otros miembros.



Incluso sin una cooperación expresa, el resultado sería el mismo si los países aprendieran de los ejemplos de Italia y de Gran Bretaña de dejar las monedas libres y de recortar los tipos de interés. Esto influiría también en Alemania. Si los tipos de interés comunes de aquéllos son un par de puntos porcentuales, o más, inferiores a los del Bundesbank, se manifestará sin duda una fuerte presión para que Alemania reduzca asimismo sus tipos. Sus propias revaluaciones moderarán la inflación alemana al reducir los precios de sus importaciones, con lo que se interrumpirá el círculo vicioso de sus políticas contractivas. Paralelamente, Alemania perderá capacidad competitiva como consecuencia de unos mayores precios de sus exportaciones. Esto conducirá a la distensión de su economía, con lo que podrá adoptar una política menos deflacionaria en el propio país.

En estas circunstancias se podrían obtener dos resultados positivos. Primero, unos menores tipos de interés en Europa -incluyendo tal vez a Alemania- serían seguidos de una fuerte recuperación. Segundo, el Bundesbank se vería invitado a seguir una corriente diseñada por otros, y no al revés. Esto demostraría que puede existir en Europa un contrapeso que equilibre el poder de Alemania y del Bundesbank. Cuando todos los países importantes se hallen realineados y llegue el momento de volver a un SME reformado, el solo hecho de que tal equilibrio pueda existir constituirá un elemento positivo para toda Europa.

### **La supervivencia ilusoria del SME.**

---

*Con este título publicó "Le Monde" de 3 de Septiembre el siguiente artículo de Erik Izraelewicz.*

El Sistema Monetario Europeo ha muerto. ¿Pero está realmente muerto? Hace un mes, el 2 de Agosto, después de los violentos ataques especulativos de que fue objeto este símbolo de la construcción europea, los Doce se tuvieron que resignar a suspender provisionalmente el Sistema y a aceptar un ensanchamiento considerable de los márgenes de fluctuación de las monedas europeas (márgenes que pasaron del 4'5 al 30 por ciento). Tras este acuerdo histórico que señala el abandono de un mecanismo original de cooperación y de solidaridad europeas, complemento del mercado único, las divisas europeas flotan. Pero ninguna de ellas se ha desplomado.

Es más, en los mercados de cambios se detecta una impresión de continuidad y de estabilidad que parece confirmar las afirmaciones de algunos líderes europeos según los cuales el SME, aunque parcialmente amputado, sigue vivo. La ilusión no está libre de riesgos. En realidad, los países europeos, con el compromiso alcanzado en Bruselas, recuperaron la libertad. Sólo, por el momento, Alemania -o, mejor dicho, su banco central independiente, el Bundesbank- ha sacado de todo ello las consecuencias que procedían. Los otros países europeos, fuertemente afectados por la recesión, ¿podrán negarse durante mucho tiempo a utilizar la libertad de que ahora disponen? La pregunta es particularmente válida en el caso de Francia. La calma de Agosto no garantiza un otoño fácil para la Europa monetaria.

Sea como fuere, ¿no se enterrarían con excesiva rapidez, este verano, el SME, la unión económica y monetaria y la moneda única?

Esta es la gran pregunta cuatro semanas después del compromiso del 2 de Agosto. Cuando los negociadores de Bruselas pretendieron haber "preservado el SME", lo único que consiguieron fue una sonrisa misericorde. El diagnóstico más común, en efecto, fue entonces que el ensanchamiento de las bandas de fluctuación equivalía al paso de un sistema de cambios fijo -aunque ajustables- a otro de cambios cuasiflotantes. Esto suponía el fin de la estabilidad monetaria garantizada y la desaparición de la disciplina en el seno de la Comunidad, así como la de los mecanismos de solidaridad. Cada país, en una palabra, recuperaba de hecho la libertad en materia de tipos de cambio y de tipos de interés. El SME había muerto.

Un mes más tarde, ¿cómo está la cuestión? Con el mantenimiento en vigor de la parrilla de paridades, de los mecanismos de intervención y de la voluntad declarada de unos objetivos de convergencia, la "osatura" del sistema se ha conservado. Al revés de lo que ocurrió después de las crisis de Septiembre y de Enero, esta vez no ha habido, por menos hasta el presente, auténticas devaluaciones competitivas. El mes de Agosto incluso se ha caracterizado por una gran estabilidad de las monedas europeas. Las variaciones respecto a las paridades anteriores a la crisis han sido muy modestas, con devaluaciones que han ido del 3% (para el franco francés) al 7% (para la corona danesa), en relación con el DM. Además, los grandes países han mantenido, por lo menos de palabra, sus compromisos a favor de políticas presupuestarias y monetarias que han de contribuir a la convergencia de las diferentes economías.

Al igual que antes del 2 de Agosto, las principales monedas del ex-mecanismo de cambios del SME continúan sujetándose al DM, divisa alrededor de la cual se ha reconstituido una serpiente formada por el florín holandés, el franco belga, la corona danesa y el franco francés. La divisa francesa ha encontrado así, por lo que parece, una nueva horquilla de fluctuación en la que el valor de un DM oscila entre 3'45 y 3'55 francos, mientras que en virtud del compromiso de Bruselas el deutschemark puede evolucionar entre 2'88 y 3'89 francos.

Así, pues, de una manera más bien simbólica, la Europa económica y monetaria posterior al 2 de Agosto sigue con la vista puesta en el Bundesbank, intentando entrever en las manifestaciones y gestos de sus directivos las señales de una próxima flexibilización de la política monetaria alemana. Después de la decepción del 26 de Agosto -día en que el consejo del "Buba" decidió no reducir sus tipos de intervención- Europa está atenta a lo que ocurra el 9 de Septiembre, fecha de la siguiente reunión del citado consejo. Por consiguiente, ¿se puede decir que no sirvieron para nada la grave crisis de los cambios, el psicodrama europeo que resucitó el antagonismo franco-alemán y el laborioso compromiso alcanzado el 2 de Agosto?

Algunas señales recuerdan, sobre todo en Francia, que con el arrinconamiento del SME las cosas son hoy bien diferentes de lo que eran antes del verano. Para empezar, la caja del Banco de Francia está vacía. Sus cuentas muestran incluso una situación negativa, lo que significa que el instituto de emisión debió endeudarse masivamente para defender el franco, para lo que acudió principalmente al Bundesbank. Según parece, el Banco de Francia pudo movilizar en Junio-Julio hasta un total de 330 m. m. de francos! No le va a resultar fácil reconstituir sus reservas, con unos especuladores que intentarán realizar sus ganancias en las mejores condiciones. El coste de la defensa del franco en el mes de Julio, todavía difícil de evaluar, podría haber alcanzado cerca de 10 m. m.

#### **La vuelta del riesgo de cambio.**

¿Puede un país vivir sin reservas de cambio? Después de la crisis del franco de Septiembre de 1992 las autoridades francesas habían mostrado su satisfacción por la rapidez con que las

reservas habían sido rehechas. En aquel episodio el Banco de Francia obtuvo un beneficio a costa de los especuladores. Hoy, esas mismas autoridades, mucho más discretas de lo que fueron entonces, explican que en un régimen de cambios flotantes las reservas apenas tienen importancia y que, al igual que otros países -Italia, Gran Bretaña en un determinado momento-, Francia puede vivir varios meses sin reservas.

A las empresas, por otra parte, el ensanchamiento de los márgenes de fluctuación de las divisas les crea una situación nueva. Después de más de cinco años, se habían habituado a una estabilidad casi total de los tipos de cambio en Europa. Ahora descubrirán de nuevo el riesgo de cambio para las divisas europeas, riesgo que había siempre existido por lo que se refiere al dólar y al yen. Ello les supondrá la necesidad de protegerse, lo que representará un nuevo coste, pero sobre todo una incertidumbre suplementaria poco favorable para las iniciativas y, en definitiva, para el crecimiento y para el empleo.

Sin embargo, otra señal que resulta de la nueva situación revela cierto optimismo por lo que se refiere a la situación en Europa. En efecto, mientras el número de parados sigue aumentando, los mercados financieros europeos, tanto los de acciones como los de obligaciones, viven desde hace un mes una euforia excepcional. Las bolsas -en especial la de París- pulverizan cada día nuevos records de altitud. Con la subida de las obligaciones, los tipos de interés de los títulos de renta fija han experimentado una baja notable tanto a París como en Bruselas y en Copenhague. *Edouard Balladur* no se equivocó cuando señaló -en su conferencia de prensa de la "rentrée"- que los tipos (nominales) a largo plazo (a dos o más años) se hallaban ya en Francia a niveles muy bajos. Esta inclinación hacia los títulos europeos por parte de los operadores financieros -especialmente de los famosos "especuladores anglosajones", culpables, según *François Mitterrand* y *Edouard Balladur*, de haber roto el SME- tiene una explicación simple: todos esos "especuladores" están convencidos de que los países en recesión aprovecharán su recuperada libertad para reducir rápidamente el precio del alquiler del dinero, con objeto de proporcionar de este modo oxígeno a sus economías enfermas.

Si llegaran a verse decepcionados, la cosa podría tener graves consecuencias. Por el momento, el primer mes de flotación casi generalizada de las monedas europeas parece haber demostrado una cosa: Un solo actor ha dado a conocer su intención de utilizar plenamente la nueva libertad, y éste ha sido el Bundesbank. Las autoridades monetarias de los otros países siguen deseando vincular su moneda al DM y sus tipos de interés al Lombard -uno de los tipos directores del "Buba"- y esto en una fase en que están enfrentándose con unas coyunturas económicas bien diferentes.

Habiendo contribuido activamente a su desencadenamiento, el "Buba" se complació notablemente con la crisis de finales de Julio y con el compromiso del 2 de Agosto. *Hans Tietmeyer*, el presidente designado al banco -y que debe suceder a *Helmut Schlesinger* el 1 de Octubre- confirmó, con ocasión de las negociaciones de Bruselas, que no sería un presidente más europeo que su predecesor. La misión -constitucional- del "Buba" no es la construcción de Europa sino la defensa de la estabilidad monetaria, es decir, la lucha contra la inflación y la protección del deutschemark.

### **Balladur y el arte de las inflexiones.**

Cuando, al día siguiente del compromiso de Bruselas, el gran diario popular "**Bild Zeitung**" (de fecha 3 de Agosto), publicaba la información sobre aquel evento bajo un destacado titular que decía "Magnífico, el marco se ha salvado", seguido de un subtítulo dando cuenta de que "el

ecu murió ayer", traducía sin duda un sentimiento ampliamente compartido en Frankfort, sede del "Buba". El mismo día, *Helmut Schlesinger* expresaba ante la prensa de París su satisfacción por el hecho de que, en adelante, el banco central alemán no tendría que acudir en defensa de las monedas débiles de Europa. Un poco más tarde, el mismo banco confirmaba, en un análisis de la crisis publicado en el número de su revista mensual correspondiente al mes de Agosto, que en adelante no tendría necesidad de tener en cuenta criterios externos para definir su propia política monetaria. Por lo demás, el Bundesbank no cesa de sugerir a las autoridades monetarias de otros países que no dejen de hacer uso de la libertad de que ahora disponen.

Paradójicamente, con todo, preocupados por salvar Maastricht y por evitar una carrera desenfundada hacia las devaluaciones competitivas, dichas autoridades monetarias se han negado hasta ahora a utilizar esa libertad recuperada. El caso es, sin embargo, que las presiones a favor de un relajamiento de la política monetaria son cada día mayores en los países con recesión, más amenazados por la deflación que por la inflación. Después de los Premios Nobel de economía norteamericanos, han sido catorce profesores de la universidad flamenca de Lovaina los que lanzaron, el 25 de Agosto, un llamamiento en el mismo sentido. Una concertación entre los países afectados permitiría, según ellos, evitar la temida guerra.

En Francia, *Balladur* no es posiblemente tan insensible ante estos llamamientos como se ha querido creer. Esto, en cualquier caso, es lo que los mercados han querido deducir de lo que ha dicho recientemente. La continuación de la rebaja prudente de los tipos de interés llevada a cabo por el Banco de Francia desde hace un mes alcanzará así pronto un nivel interesante. Dado que París cuenta ya con unos tipos de interés nominales a largo plazo (a dos y más años) inferiores a los alemanes, ¿podrá disponer también sobre vencimientos más cortos de tipos inferiores a los vigentes más allá del Rin? Las dos experiencias anteriores no fueron concluyentes. ¿Tomará *Balladur* el correspondiente riesgo?

El problema para él no es sólo económico sino también político. Después de haber tenido que aceptar el estallido del SME y una mini-devaluación del franco, ¿estará el jefe del gobierno dispuesto a reducir con algún voluntarismo los tipos a corto plazo y a aceptar la estrategia monetaria propugnada por algunos de sus amigos políticos -*Alain Madelin* o *Philippe Seguin*-, esa "otra política" a la que se ha estado oponiendo hasta el presente? El primer ministro, que ha sabido "vender" muy bien la crisis monetaria a la opinión pública, ha demostrado también que sabía alterar su política sin por ello dar la impresión de rectificar. Ahora tienen la oportunidad de hacerlo una vez más.

### Plus-Ça-change...

---

("The Economist")

¿Por qué los gobiernos europeos se han mostrado tan lentos en la utilización de su nueva libertad para recortar los tipos de interés tras el ensanchamiento de la banda de fluctuación de los tipos de cambio? Las bolsas han subido espectacularmente a la espera de que un dinero más barato estimularía la recuperación económica. Hasta ahora, el Banco de Francia ha recortado su tipo interbancario en sólo tres cuartas partes de un punto porcentual, dejándolo en el 9'25%,

---

conservando invariables otros tipos más importantes. Portugal y España han reducido sus tipos en medio punto. Otros gobiernos se han mantenido firmes o, como ha sido el caso en Dinamarca, incluso han aumentado los tipos.

Esto es extraño. El mecanismo de cambios europeo estalló como consecuencia, principalmente, de que los mercados creyeron que los tipos de interés reales de esos países se hallaban a unos niveles políticamente insostenibles, dada la profundidad de sus recesiones respectivas. ¿A qué esperan, pues, los gobernantes? Cuatro son las explicaciones más comunes:

\* Los gobiernos desean reconstituir sus reservas. Según se cree, el Banco de Francia gastó, o pidió prestados cerca de 300 m. m. de francos en su intento de sostener el franco. El banco central danés también agotó sus reservas.

\* Los gobiernos quieren penalizar a los especuladores. Al mantener elevados los tipos de interés, los bancos centrales elevan el coste de las apuestas contra el franco, forzando a los especuladores a ceder en sus posiciones sin haber visto realizado el beneficio esperado. Muchos comentaristas franceses han denunciado un "complot anglosajón", pero parece improbable que el gobierno estableciera una política sólo por un deseo de venganza.

\* Después de 14 años de fijar los tipos de interés para defender el tipo de cambio frente al DM, los gobiernos temen dar rienda suelta a la recuperada libertad. *Alison Cottrell*, economista de Midland Global Market, la división de valores del Midland Bank, hace observar que los loros siguen frecuentemente sentados en sus jaulas mucho tiempo después de haberse abierto las puertas de éstas.

\* Los gobiernos son reacios a echar por la borda toda la credibilidad antiinflacionista que con tanto esfuerzo estuvieron acumulando en los últimos años. Por consiguiente, intentan mantenerse lo más próximos posible a las viejas bandas del 2'5%, rehuyendo los nuevos márgenes del 15 por ciento.

Con todo, si las recesiones se intensifican, los gobiernos no tendrán más alternativa que ceder. Sin unos tipos de interés menores o sin unas recuperaciones en marcha, los especuladores pensarán que las monedas han de bajar, más pronto o más tarde, siguiendo el deterioro de las correspondientes economías. Esta puede ser una razón que explique por qué el franco francés se fortaleció algo inmediatamente después de que el Banco de Francia recortara los tipos, hace pocos días. Por el contrario, a lo largo de la pasada semana la mayoría de las monedas se deslizaron aún más frente al DM a pesar de que los gobiernos mantuvieron invariables los tipos de interés. La moneda más tocada fue la corona danesa, que cayó más del 6% por debajo de su tipo central frente al DM. Todas las monedas, excepto el florín, se encuentran ahora fuera del 2'25 por ciento de las viejas bandas.

Una mayor flexibilización de la política monetaria por parte del Bundesbank haría las cosas más fáciles. Pero la tortuga alemana no parece querer convertirse en liebre. En realidad, dado que Alemania puede ahora seguir su curso antiinflacionista sin la presión de sus consorcios del SME, lo más probable es que no tenga prisa en alterar su política contractiva.

¿Qué país cederá antes?

**...plus c'est la même chose.**

Alemania es el país que ha experimentado el mayor retroceso por lo que se refiere a la producción industrial (-8'7% en el último año), pero sus tipos de interés reales, del 2'4%, son ya relativamente modestos. Además, la zona occidental del país tiene una de las menores tasas de desempleo de la CE (aunque esa cifra sería mucho mayor si incluyera el paro de la zona oriental). Por el contrario, Francia, Dinamarca y España tienen un paro de dos dígitos, han visto como su producción se reducía en un 3% o más a lo largo del pasado año y tienen unos tipos de interés reales verdaderamente penalizadores. Estos tres países piden a gritos unos tipos de interés menores.

A juzgar por muchos titulares de prensa, una sucesión de recortes de los tipos de interés acabaría con los problemas de Europa: la producción se reactivaría y el paro disminuiría. Desgraciadamente, es poco probable que esto ocurra.

La experiencia de Norteamérica y de Gran Bretaña indica que los tipos de interés actúan con gran lentitud. La recuperación británica había empezado ya antes de que la libra fuera obligada a abandonar el SME. Los datos recientes señalan que, en la Europa continental, hay recesión para rato. Por ejemplo, S. G. Warburg, un banco de inversión de Londres, espera que el Banco de Francia haya reducido su tipo de intervención (el equivalente del tipo de descuento) del 6'75 al 4 por ciento a mediados de 1994. A pesar de ello, Warburg estima que el PIB de Francia no subirá por encima del 1 por ciento el próximo año.

Los europeos continentales tienden a ser menos sensibles que los británicos a las variaciones de los tipos de interés. La deuda de las familias equivale sólo al 49% de la renta personal disponible en Francia y al 64% en Alemania, frente al 112% en Gran Bretaña y al 85% en Norteamérica. Además, en el continente, muchos adquirentes de viviendas tienen hipotecas con tipos de interés fijos, las cuales tienen su base en rendimientos de bonos a largo plazo, por lo que no se benefician inmediatamente de unos menores tipos de interés a corto. En Gran Bretaña, la mayoría de las hipotecas están formalizadas a unos tipos de interés flotantes. En realidad, al revés que el británico, el sector familiar francés tiene más activos con tipos de interés sensibles a las evoluciones del mercado que deudas, razón por la cual el impacto inmediato de unos tipos de interés menores es una reducción de las rentas netas.

Y lo que es más importante: incluso en el caso de que los tipos de interés bajen, Europa seguirá afectada por importantes problemas estructurales tales como el exceso de capacidad de muchas industrias, los déficit presupuestarios masivos y, peor aún, unos artríticos mercados laborales. Todo esto actuará como un poderoso freno durante algunos años. Es aún demasiado pronto para descorchar el champán.

**Europa debería reconocer que el mundo ha cambiado.**

---

*("Financial Times", edit. de 10 de Sept.)*

El observador curioso, de vuelta, bronceado, de unas vacaciones sin noticias, podría ser perdonado por creer que nada ha cambiado en los tensos y turbulentos mercados cambiarios de

---

Europa. El Bundesbank sigue atosigando a los operadores, y ayer nos ofreció una reducción inesperadamente importante de los tipos de interés oficiales. Mientras tanto, la mayor parte del resto de Europa -en especial Francia, Bélgica y Dinamarca- continúa siguiendo los pasos del DM y soportando los penalizadores altos tipos de interés que la política del Bundesbank implica.

Pero el mundo ha cambiado. El colapso, a últimos de Julio, de la versión dura del mecanismo de cambios, eliminó la última razón que podía existir para mantener tal política suicida. Además, el recorte de los tipos llevado a cabo ayer, así como la respuesta del mercado ante el mismo, confirma que se han de producir cambios en la política económica. En primer lugar, las condiciones internas de Alemania indican que la política monetaria de este país no va a flexibilizarse con la suficiente rapidez como para adecuarla a las necesidades del resto de Europa. Y en segundo término, la subida del DM frente al dólar supone una contracción todavía mayor de la economía europea, acelerando la llegada del día en que los tipos de interés deberán descender por debajo de los de Alemania.

Podría parecer extraño que el DM haya reaccionado positivamente frente al dólar con ocasión de una reducción de los tipos alemanes. Los tipos a tres meses de Alemania siguen estando más de tres puntos porcentuales por encima de los tipos norteamericanos, a la vez que los rendimientos de los títulos a 10 años son un punto superiores. Resulta, sin embargo, que el curso de la economía parece anunciar unos tipos alemanes inferiores y unos rendimientos norteamericanos superiores. Así, pues, ¿por qué ha subido el DM en un 6'75% frente al dólar desde Junio?

La explicación debe buscarse en la información económica que se ha ido difundiendo a lo largo del verano en ambos lados del Atlántico. El Bundesbank ha dado a entender sin ningún género de dudas que la distensión de la política monetaria proseguirá con lentitud todo el otoño. El crecimiento monetario sigue estando por encima de lo previsto y continúa muy en primer lugar en la lista de preocupaciones del presidente-electo del Bundesbank. La reducción de los tipos de ayer proporciona espacio para una mayor distensión, pero el tipo "repo" fue bajado sólo en una décima del uno por ciento, lo que sugiere que este espacio será explotado con lentitud.

Los principales indicadores de la economía alemana emiten señales inciertas. La producción subió en un medio por ciento entre el primer y el segundo trimestre, mientras que los pedidos industriales aumentaron en un 3% en Julio. Este crecimiento fue principalmente debido a la reconstitución de stocks, lo que no impide que la industria continúe estando sometida a una gran presión. Pero los tipos de interés a corto y largo plazo no son excesivamente altos, por lo menos comparados con los franceses.

En Estados Unidos, en cambio, las noticias sobre el estado de la economía han sido malas. La producción creció en el segundo trimestre a una tasa anual del 1'8 por ciento, un poco menos que en Alemania. El empleo bajó nuevamente el pasado mes, y la administración Clinton ha reducido sus previsiones de crecimiento al 2% este año, frente al 3'1 pronosticado en Abril. Naturalmente, la recuperación norteamericana se acelerará, un día u otro, pues los tipos de interés a corto y largo plazo son muy bajos. Pero la próxima dirección de los tipos a corto podría ser aún a la baja.

Esto explica que los inversores extranjeros hayan creído conveniente seguir en Alemania. A lo largo del próximo año, la subida reciente del DM puede verse reducida, o peor aún. Por el momento, con todo, la moneda sube. Lo malo de todo ello es el deseo de la mayor parte del resto de Europa de subir paralelamente. En Francia, esto significa que el tipo clave de

intervención no ha bajado desde la crisis de Julio, que los tipos de interés a corto plazo reales permanecen demasiado altos, que la producción se halla deprimida y que el paro no sólo es excesivamente elevado sino que no cesa de aumentar. En Bélgica, las recientes subidas de los tipos no hacen más que contribuir al empeoramiento de la crisis fiscal y al debilitamiento de la moneda, lo que hace que los temores del mercado se incrementen.

Europa debería ahora dejar que el DM evolucionara por su cuenta. No hay razón fundamental alguna para que el franco francés deba seguir al deutschemark, ni para arriba ni para abajo. Lo mejor que podrían hacer los gobiernos europeos es reconocer que las fluctuaciones del DM reflejan la inestabilidad de Alemania, olvidarse de las reuniones del consejo del Bundesbank y establecer los tipos de interés de conformidad con las necesidades internas respectivas.

Cuanto antes admitan que el mundo ha cambiado, mejor.

---

### **Las sorpresas del SME, un mes después de su colapso.**

---

*(Glenn Whitney, en "The Wall Street Journal" de 6 de Septiembre).*

En el nuevo Sistema Monetario Europeo "flexi", parece que algunos bancos centrales no consiguen hacerse respetar.

Vean si no el caso del Banco Nacional de Bélgica. Incrementó sus tipos de interés en un punto porcentual la semana pasada, intervino repetidamente en el mercado cambiario y prometió utilizar "todos los medios" en defensa del franco.

¿No les parece familiar todo esto? Casi exactamente un mes después de que los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales se reunieran en Bruselas para hablar de la crisis y acordaran ensanchar las bandas, el SME continúa en una situación de crisis.

La mayoría de los gobiernos europeos se niega a permitir que sus monedas desciendan significativamente frente al DM. Y con su resistencia suicida -dicen muchos economistas privados- los gobiernos llevan sus economías a una recesión todavía más profunda.

En realidad, sus políticas monetarias se hallan aún estrechamente conectadas con el Bundesbank, el cual prosigue con su propio plan de reducción de la inflación y de control de la oferta monetaria sin tener por qué dar satisfacción a los deseos de sus consocios comunitarios por lo que a la reducción de los tipos de interés se refiere.

"Las bandas más anchas son música para el Bundesbank", dice *Ian Gunner*, economista del Chase Manhattan Bank en Londres. "Puede hacer lo que quiera. El problema en el SME es que los otros países no utilizan las bandas. No se dan cuenta de que, ahora, cada uno ha de ir por su lado".



Mientras los países del SME, en especial Bélgica, Dinamarca y Francia, sigan manteniendo unos elevados tipos de interés que obstaculizan el desarrollo, los inversores seguirán retirándose de esos mercados.

Las consecuencias de todo ello se constatan ya en los mercados de valores, los cuales, en general, se anticiparon a la recuperación del continente. Pero la bolsa de Bruselas fue la que peores resultados obtuvo, el pasado mes, entre 22 mercados, registrando una caída del 1'8% en términos de moneda local. En un mes caracterizado por el curso ascendente de las cotizaciones, Copenhague ocupó el lugar 16, en una escala de mejor a peor, con una subida del 5'4%, y París se situó en el puesto número 13, con un aumento del 6'4%, cosa que no está nada mal pero que apenas equivale a la mitad de lo que subieron otros mercados, como Madrid o Milán, situados el pasado mes en los lugares primero y segundo. Pero incluso las ganancias de éstos han de considerarse poco firmes, dependiendo de reducciones futuras de los tipos de interés.

La situación es parecida en el mercado de renta fija. Los bonos del Estado italianos y españoles proporcionaron los mejores rendimientos en Agosto, si los cálculos se hacen en las monedas locales: 5'54 y 4'35 por ciento, respectivamente. Los inversores han estimado que los tipos de interés de esos países disponen de mucho espacio para su reducción respecto a los tipos alemanes. Al mismo tiempo, se piensa que tanto la peseta como la lira se hallan cerca de su "valor correcto" ("fair value"), tras haber sido devaluadas alrededor del 20% frente a las principales monedas en los últimos 12 meses.

Los comentarios sobre la fortaleza del DM, la semana pasada, resultaron insistentes en exceso. En muchos casos, la robustez aparente de la moneda alemana es más función de la debilidad de las de otros países que otra cosa. En particular, los expertos cambiarios se han visto cada día más frustrados por el ritmo de la recuperación norteamericana.

Un conjunto de estadísticas dadas a conocer en Washington el pasado viernes hizo que aumentara ese sentimiento de desilusión. Los efectivos laborales no agrícolas bajaron en Agosto (-39.000), y el índice de principales indicadores descendió el 0'1% en Julio, mientras bajaba también el número de viviendas acabadas.

Por lo que a Alemania se refiere, es demasiado pronto para celebrar el inicio de la recuperación, pues muchos analistas piensan que, si bien la recesión de este país puede haber tocado fondo, lo más probable es que su economía permanezca dando tumbos, sumergida, durante varios meses más. "Hemos visto el final del túnel, pero no hemos salido aún de él", dice *Urich Beckman*, economista del Deutsche Bank en Frankfurt. "Todavía no estamos seguros de que vayamos a ver una reactivación significativa antes de finales de 1994".

También existe preocupación por cual pueda ser la profundidad real de la recesión en Francia, país que se ha visto forzado a mantener tipos de interés inapropiados en una situación de bajo nivel de inflación, situación que persiste desde hace cerca de dos años. "La gente concentra la atención en la muy baja tasa de inflación de Francia, pero esa tasa es más el resultado de una política monetaria muy austera que de la solidez de la economía del país", dice *Andres Drobny*, un estratega cambiario de Credit Suisse First Boston en Londres.

Como subraya *Drobny*, aunque el franco francés se ha venido mostrando débil frente al DM en los últimos meses, lo cierto es que es todavía un 10 o un 15 por ciento más fuerte que las monedas que devaluaron o que abandonaron el SME en los últimos doce meses, incluyendo la

libra, la lira, el punt irlandés, la peseta, el escudo, las coronas sueca y noruega y la markka finlandesa.

Juntos, los correspondientes países representan alrededor del 65 por ciento del comercio exterior francés, y los mayores precios de los artículos franceses en tales países reducen las expectativas de que se pueda producir en Francia una recuperación propulsada por las exportaciones. Mientras, el franco continúa debilitándose, habiendo estado estos días a 3'52'5 frente al DM, lo que le acerca a su mínimo histórico.

España adopta una actitud diferente, más parecida a la del Reino Unido tras la salida de este país del SME. El Banco de España redujo su tipo de intervención en medio punto porcentual hace pocos días, dejándolo en el 10%. La peseta se debilitó sólo marginalmente, quedando en 82'30 por un DM, frente a 81'75 la víspera del recorte.

La situación de todos estos países podría mejorar si el Bundesbank redujera sus tipos, pero las decisiones de éste son siempre una incógnita. Algunos analistas tienen la impresión de que los directores del banco central alemán pueden estar menos preocupados por la inflación ahora que el DM se ha apreciado, pero ya se sabe que las decisiones del Bundesbank son impredecibles.

#### **La fidelidad de algunos países al Sistema Monetario Europeo.**

---

*(Carl Gewirtz, en "Herald Tribune" de 6 de Septiembre).*

Llamémosle la partida de poquer que se niega a acabar.

Cuando colapsó el mecanismo de cambios de la Comunidad Europea, hace un mes, pareció que el juego había terminado. Los franceses habían agotado sus fichas. Los alemanes decían que no podían permitirse dar a los otros bancos centrales más crédito del ya concedido. Y los europeos en general soltaron las cartas diciendo que las reglas del juego monetario habían cambiado.

Sin embargo, ante la sorpresa general, resulta que los jugadores sentados alrededor de la mesa -es decir, los bancos centrales europeos y los operadores del mercado de divisas- se niegan a dejar sus sillas.

Los tipos de interés no han sido bajados y los participantes en el mercado -los "especuladores", por llamarles de algún modo- todavía hacen apuestas a favor de un descenso substancial de los valores de las monedas.

Algunos analistas dicen que los países que necesitan reducir los tipos de interés para reactivar sus economías -Francia, Dinamarca y Bélgica- mantienen sus apuestas por miedo de que Alemania se quede sola y lleve a cabo una política monetaria completamente autónoma, lo cual sería la antítesis de los objetivos perseguidos por el tratado de Maastricht.

Hace un mes, cuando los bancos centrales europeos ensancharon el margen de las posibles fluctuaciones de las monedas hasta dejarlo en el 30 por ciento, frente al 4'5 por ciento anterior, los bancos parecieron haber lanzado la toalla, conscientes de que no podían vencer. En realidad, los bancos no podían mantener unos tipos de interés que sostuvieran los tipos de cambio dentro de la banda estrecha en una situación en la que el mercado de divisas seguía apostando enormes sumas a favor de una importante reducción de aquellos.

Con el ensanchamiento de la banda pareció que Francia, Dinamarca y Bélgica habían creado el marco que había de permitirles, finalmente, reducir los tipos de interés, razón por la cual el mercado cambiario esperó, lógicamente, que el descenso de esos tipos debilitaría espectacularmente el valor de las monedas, de la misma forma que la cotización de la libra y de la lira había bajado un 20 por ciento cuando Gran Bretaña e Italia se habían visto forzadas a abandonar el SME el pasado otoño.

El mercado sigue pensando que así ha de ocurrir. Y más que liquidar sus posiciones especulativas contra el franco francés, los jugadores renuevan las apuestas, hecho, por cierto, que según los analistas del mercado obligó a una subida de los tipos de interés franceses, la semana pasada. En los días anteriores a la crisis de Agosto, el tipo a un mes fue del 10'25 por ciento. Más tarde bajó al 7'625 por ciento. Sin embargo, entre el último día del mes y los tres primeros días de Septiembre el tipo subió al 8 por ciento, para descender de nuevo, hace un par de días, al 7'938 por ciento.

No es inusual ver cómo los tipos de interés del Euromarket se endurecen los fines de mes, pero para *Antoine Alfonsi*, de Forex Finance, de París, todo ello constituía una prueba de que las posiciones especulativas adoptadas justo antes del momento culminante de la crisis se mantenían abiertas, en vez de ser liquidadas. "La gran masa de la especulación era a un mes", dijo *Alfonsi*. Se habían pedido a crédito francos con anterioridad a la crisis del 2 de Agosto y se habían adquirido DM con la intención de vender los marcos y devolver los créditos en francos un mes más tarde.

Resulta, sin embargo, que, de la forma que han ido las cosas, no se ha hecho un gran negocio con todo ello. Hace un mes, los marcos se compraban a 3'43 francos. En el presente, un DM vale 3'52 francos. El abandono de las posiciones produciría un beneficio de sólo el 2'6 por ciento, por lo que, creyendo que hay más que ganar, los especuladores prefieren renovar sus posiciones por otro mes.

La mayor presión, la semana pasada, se ejerció sobre el franco belga, y las autoridades no sólo subieron los tipos a corto para contribuir a la estabilización de la moneda sino que se vieron forzados a intervenir en el mercado cambiario. A pesar de todo ello, el franco se debilitó en un 0'8 por ciento a lo largo de la semana, terminando a 21'55 el DM.

Los daneses también elevaron los tipos de interés justo después de la adopción de las bandas anchas, pero lo cierto es que la corona sigue estando sometida a presión.

Los mercados de bonos, tanto en Bélgica como en Dinamarca, constituyen notables excepciones en el marco del proceso que llevó a la subida de los precios durante el pasado mes y que ha hecho que los rendimientos descendieran acusadamente. Los bonos belgas han subido un cuarto de punto, ó 25 puntos base, y en Dinamarca lo han hecho en 8 puntos base. Los banqueros informan que se están produciendo fuertes ventas en estos mercados, protagonizados por residentes del Benelux que están transfiriendo sus fondos a marcos.

¿Por qué, pues, a la vista de este tipo de presiones y de la evidente necesidad interior de unos menores tipos de interés, los gobiernos de Francia, Bélgica y Dinamarca se niegan a utilizar las bandas más anchas reduciendo dichos tipos?

Obviamente, los gobernantes desearían minimizar los beneficios de los especuladores. Y obviamente también, después de haber hecho la inversión política de defender el viejo sistema, no están dispuestos a abandonarlo con facilidad.

Pero una explicación mejor, dice *Christopher Potts*, de Banque Indosuez, de París, "es el temor a Alemania". Si Francia y los otros fueran a reducir los tipos de interés y a adoptar una política monetaria independiente, "se legitimaría una actuación autónoma por parte de Alemania".

*Potts* señala a este respecto que el objetivo de la unión monetaria europea establecido en Maastricht es federalizar tales decisiones de política monetaria. Y a su juicio, la única manera, en un año electoral, de obligar a Alemania a adoptar las reformas fundamentales necesarias para hacer frente a los costes de la reunificación es manteniendo la presión que haga imposible que el Bundesbank adopte una política monetaria que no sea conforme a las necesidades de los otros consocios comunitarios.

---

**En el Reino Unido, el "miércoles negro" se ha convertido en el "miércoles blanco".**

---

*(Gleen Whitney, en "The Wall Street Journal" de 13 Septiembre).*

Inmediatamente después de haberse producido los hechos ocurridos ese día, éste recibió el nombre de "miércoles negro". Pero el caso es que ya no se le llama así.

El 16 de Septiembre de 1992 fue el día en que un gobierno británico muerto de miedo sacó la libra del mecanismo de cambios europeo. En las dos semanas que siguieron, la moneda británica cedió cerca de un 20 por ciento de su valor frente a las principales divisas. Ahora, casi exactamente 12 meses después, los expertos le llaman a ese día el "miércoles blanco" o, mejor aún, el "miércoles maravilloso", celebrando no sólo las brillantes perspectivas que se le abrieron ese día a la libra sino el inicio del proceso que ha llevado al estado actual, progresivamente satisfactorio, de la economía del Reino Unido.

"El abandono del SME fue sin duda una cosa excelente", dice *Paul Turnbull*, economista de Smith New Court PLC. "Nos permitió alejarnos del curso recesivo de la economía continental y empezar la recuperación".

Una mejor balanza por cuenta corriente, una inflación relativamente suave y unas ventas de bienes de consumo mayores suponen un buen presagio para una libra antes desprestigiada.

Según la mayor parte de los pronosticadores, la moneda británica debería seguir el proceso de recuperación que se inició hace unos cuatro meses, hasta revaluarse alrededor del 10% frente a otras monedas importantes europeas. Y mientras el DM, el franco francés y otras divisas

---

pueden declinar, según se cree, un 12% frente al dólar en los próximos 12 meses, lo más probable es que la libra lo haga sólo en la mitad de esa cifra, aproximadamente.

La evolución probable de la moneda británica y el vigor de la recuperación de la economía del Reino Unido interesa a mucha más gente que a aquéllos que piensan invertir en este país. Los gobiernos de los países continentales europeos -particularmente los de Francia, Dinamarca y Bélgica- observan con atención lo que ocurre en el otro lado del Canal y se preguntan, casi con toda certeza, si deberían adoptar la misma actitud que las autoridades británicas en el sentido de desconectar sus monedas del deutschemark.

La reducción de medio punto porcentual de los tipos por parte del Bundesbank, la semana pasada, mostró que, aún en el mejor de los casos, habrá de pasar algún tiempo antes de que se produzcan variaciones en los viejos esquemas de funcionamiento del mecanismo de cambios. La mayor parte de los "satélites del DM", en efecto, bajó los tipos siguiendo la pauta del banco central alemán. Francia, preocupada por el valor del franco, procedió a una reducción menor.

La mayoría de los países de la CE han sido miembros del SME durante tanto tiempo que ya no disponen de gente, entre los altos cargos, que cuente con la experiencia práctica necesaria para dirigir una política monetaria realmente independiente.

Este no era el caso en Gran Bretaña, que redujo los tipos de interés en cuatro puntos porcentuales en los cuatro meses siguientes a su salida del mecanismo de cambios. Ahora bien, la libra había estado en el SME sólo desde 1989, mientras que casi todos los otros países llevaban en él más de una década.

La recuperación del Reino Unido ha sido en buena parte promovida por las exportaciones, como se ha visto en las cifras sobre comercio exterior que se acaban de publicar. Estas cifras muestran que el déficit del comercio de mercancías se redujo a 3'3 m.m. de libras (5'11 m.m. dólares) en el segundo semestre, frente a 3'5 m.m. en el primero.

Las exportaciones, excluido el petróleo y otros productos erráticos, subieron un 0'7% en el segundo trimestre, al tiempo que las importaciones bajaban un 2'8%. Y si bien la mayor parte de aquel aumento debe atribuirse al menor valor de la libra, también han de tenerse en cuenta los esfuerzos que se han hecho en la contención de los salarios y en el incremento de la productividad.

La mejora general es particularmente notable porque contrasta con la situación de los socios continentales de Gran Bretaña, todos ellos sumidos en la recesión. Los economistas prevén que las exportaciones se comportarán todavía más favorablemente cuando todos esos otros países se reactiven a principios de 1994. Naturalmente, ello dependerá de que la libra se mantenga aproximadamente donde ahora está.

Un análisis de 106 predicciones sobre la evolución de las distintas monedas realizado por Consensus Economics Inc. prevé, con todo, que la libra subirá hasta alcanzar los 2'56 DM, frente a los 2'48 de los últimos días. Sin embargo, el tipo de cambio de 2'56 DM queda todavía lejos de los 2'86 DM del tipo central que le fue asignado a la libra en el mecanismo de cambios europeo, pero representa una mejora del 10% frente al mínimo de alrededor de 2'34 DM que alcanzó en Febrero.

La fortaleza de la libra podría aconsejar a *Kenneth Clarke*, el ministro de Hacienda británico, a reducir todavía más los tipos cuando presente su nuevo presupuesto en Noviembre, presupuesto que incorporará probablemente una subida de impuestos.

"La recuperación parece ir avanzando satisfactoriamente", ha dicho *Keith Wade*, primer economista de Shroder Investment Management Ltd., en Londres. "Pero las autoridades no quieren que la libra se fortalezca en exceso porque, como se reconoce en todos los medios, se necesita una moneda competitiva para que la buena marcha prosiga".

En parte gracias a que nos hallamos en la fase siguiente a una recesión de dos años, el panorama por lo que a la inflación se refiere, parece particularmente brillante. Los precios al consumo subieron en Julio a una tasa anual del 1'4 por ciento, la más baja de los últimos 25 años. Además, según señalan los expertos, lo más probable es que las cosas sigan así. Ahora bien, a medida que la economía se reactive, también lo harán los precios, lo que explica que la tasa prevista para el año que viene sea de alrededor del 3'6 por ciento.

Esta subida de la inflación podría traducirse en un aumento de la cotización de la libra en la medida en que los operadores piensen que las autoridades van a proceder a una elevación de los tipos de interés a principios de 1994 con el fin de contener a los precios amenazantes.

Los economistas de Sociéte Générale Strauss Turnbull Securities Ltd. creen que el índice de los precios al consumo podría incrementarse aún más, hasta llegar al 5'5% en 1994. "La política monetaria está muy distendida en la actualidad" -dice *Corey Miller*, un analista de la citada firma- "y la devaluación de la libra que siguió a la salida de ésta del SME ha motivado un acusado incremento del precio de las importaciones. Esto, a la larga, activará la inflación".

Por lo demás, no faltan los pesimistas en una economía tan atenta y minuciosamente analizada como la británica. El primero de ellos es *Robin Aspinall*, economista de Panmure Gordon Ltd. Mientras muchos expertos creen que la economía, medida en términos de producto interior bruto, crecerá un 2'6% el año próximo, *Aspinall* pronostica un 2%. "Cualquiera que sea la cifra que digan otros, la mía será inferior", dice.

Según *Aspinall*, la enorme acumulación de deuda en los años 80, unida a la profunda recesión, dará lugar a que el gasto en consumo aumente sólo modestamente. Además, *Aspinall* piensa que el dólar se debilitará todavía más respecto a la libra.

"Nadie lo cree ahora, pero con unos Estados Unidos aproximándose a lo más alto del ciclo económico, pero aún así con un crecimiento todavía débil, podríamos ver la libra a 1'60 respecto a la moneda norteamericana", dice *Aspinall*.

**Europa no llegará a la moneda única.**

---

*Entrevista de Josep María Cortés a Andreu Mas-Colell, Profesor de la Universidad de Harvard, publicada en "El País", el 13 de septiembre de 1993.*

"La distribución entre países y continentes provoca ganadores y perdedores relativos. España es un ejemplo de ello, porque con la apertura de los mercados de la Europa del Este pierde ventaja comparativa. Volkswagen no abriría hoy la planta de Martorell", explica Andreu Mas-Colell, que recibió la visita de EL PAÍS en su residencia de West Newton, a las afueras de Boston.

**Pregunta.** ¿La libertad creciente de la economía tiene tal vez un coste demasiado alto?

**Respuesta.** Los que más se quejan son los sectores industriales menos progresivos y que menos futuro tienen.

**P.** En algunos círculos académicos norteamericanos se da prioridad a la firma del acuerdo de libre comercio con México (NAFTA), y se pone en segundo plano la firma de la Ronda Uruguay.

**R.** El GATT (Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio) es una realidad y tendrá su aplicación plena más tarde o más temprano. El NAFTA, por el contrario, es una cuestión urgente, de ello depende el despegue económico de México. La Administración de Clinton está centrada ahora en la cuestión del NAFTA, pero no es una elección política, sino una cuestión de calendario.

**P.** ¿Luego, para usted, tampoco es capital que se firme el 15 de diciembre la Ronda Uruguay?

**R.** Cualquier medida institucional de política económica tiene una influencia menor al 1%. Ahora bien, el GATT es importante porque despejará todas las incertidumbres que se están planteando todavía sobre el comercio mundial.

**P.** ¿Qué ventaja social se obtiene con un comercio mundial abierto?

**R.** Que inicien su desarrollo países como la India, una nación que resume potencialidad, población y pobreza. Hoy la libertad comercial es una corriente inevitable y hay que estar apoyando esa corriente con voluntades y gestos políticos.

**P.** ¿Se puede mantener el tono librecambista en una etapa como la actual de estancamiento económico?

**R.** Si la economía no arranca en el plazo de un año, volverá inevitablemente el proteccionismo. Volverá con barreras de Estados Unidos y Europa frente a Asia, pero en ningún caso con barreras de la CE con respecto al Este de Europa. En el caso español, el momento es más delicado por la aparición de nuevos mercados que pronto serán competitivos en el Este de Europa.

P. ¿Por qué esta referencia constante de España con respecto al Este de Europa?

R. Porque los trabajadores checos no están menos preparados que los españoles y, naturalmente, aquella economía compite mejor que la nuestra en costes laborales. Esta situación se vive ahora de forma dramática en Alemania, donde tras la unificación los salarios en la antigua Alemania del Este son 10 veces más altos que en Checoslovaquia.

P. El *dumping* social del sureste asiático ha convertido una paradoja en ley. Ahora los pobres son más eficientes si se mide en términos de costes.

R. Imagino así el futuro. Un mundo donde toda la manufactura se hace en el antiguo Tercer Mundo, y simplemente se importa al primer mundo y además las balanzas de pagos se igualan con los recursos de los beneficios empresariales de las compañías cuyos propietarios están en los países de desarrollados. Es el escenario lógico y además no es inestable.

P. ¿Qué se deriva de esta situación?

R. Hay que decirles a los empresarios que inviertan fuera. Sobre todo a los españoles.

P. La deslocalización industrial es un factor destructivo, porque acaba exportando a otros países la especialización.

R. No hablo de alta tecnología; no me refiero a trasladar a Argelia o Marruecos plantas de biotecnología. Hablo de fabricación pura y simple, una actividad en la que se debe elegir entre robotizar o tener mano de obra barata. Si lo que resulta aconsejable es lo segundo, la deslocalización es la consecuencia, mucho más en un momento en que los costes de transporte han disminuido considerablemente.

P. ¿Existe un conflicto entre la libertad del comercio mundial y el mantenimiento del Estado de bienestar?

R. No creo en este conflicto, porque el factor dominante a escala mundial es que la gran masa de la población está en países pobres, y la mejor manera de ayudar a los pobres es asegurarles el acceso al comercio internacional. Eso tendrá efectos negativos en algunos sectores y en determinados países desarrollados, pero es un sacrificio con mayores ventajas que las que obtendríamos protegiendo actividades como la agricultura.

P. ¿Cree usted que sigue siendo válido el Sistema Monetario Europeo a la vista de experiencias como la italiana o la inglesa?

R. Soy un excéptico sobre la posibilidad de una moneda única en Europa. No llegaremos a la moneda única, lo digo como predicción.

P. ¿Comparte la postura de algunos de sus colegas del MIT que aconsejan que España abandone el SME?

R. No comparto estas opiniones vertidas por el grupo de seis economistas de Massachusetts, a los cuales debería llamárseles la banda de los siete si se añade Lester Thurow. Me parece irresponsable aconsejar esto. España es un país con desajustes muy serios y con una gran inflación subyacente.



Ahora, en momentos de crisis, se puede comprobar que España es un seguidor natural, es decir, un país que no decide, no fija precios y se adapta como puede. Salir del SME y bajar tipos, con ejemplos tan inciertos como el de Italia o el de Inglaterra, es una locura.

P. ¿Cuál es su receta?

R. Seguir en Europa si proyectar grandes sueños.

P. ¿Qué valor concede usted a la política de rentas y al pacto social? ¿Cuál debe ser el papel de los sindicatos?

R. Los sindicatos tienen 10 años para adaptarse al nuevo modelo o desaparecer. Deben romper con la visión jerarquizada y patrimonialista del puesto de trabajo. El ministro de Trabajo norteamericano, Robert Reigh, está pidiendo a las centrales que abandonen su clásico esquema de lucha de clases o nadie contará con ellas en la empresa del futuro.

P. Se trata de un modelo sindical sumiso. ¿No le produce un cierto temor?

R. Lo que me da mucho miedo es una cifra de paro como la española, del 23%.

#### **La situación puede que no sea tan buena en el Reino Unido.**

---

*(Peter Norman, en "Financial Times" de 18-19 de Sept.).*

Todo parecía demasiado bueno para ser verdad, y esta semana se ha visto que las cosas son como son y no como querríamos que fueran.

Gran Bretaña, en efecto, ha dado la impresión, en los últimos meses, de que estaba consiguiendo una recuperación económica casi perfecta. El desempleo se reducía, la producción industrial aumentaba, la productividad subía y subía, la demanda ascendía lenta, pero firmemente... Además, unas exportaciones en alza y unos incrementos de los precios sorprendentemente modestos contribuían, unido a todo lo anterior, a hacer creer que el Reino Unido podía estar consiguiendo lo que cualquier autoridad económica desea: un crecimiento sostenido y no inflacionista.

No se trata ahora, después de una semana de estadísticas oficiales menos favorables, de pensar que todo ha sido mera ilusión. Sin embargo, las informaciones según las cuales la producción industrial sube un 2 por ciento, y no un 3 por ciento, y las noticias de que el paro ha aumentado (+ 10.000) en los últimos dos meses, después de haber estado bajando durante cinco, ha llevado a los analistas a contactar de nuevo con la realidad.

Algunos funcionarios del Tesoro, escépticos, habían hecho observar ya que la "situación de ensueño" de los últimos tiempos no coincidía con el estado real de las cosas. Con un continente europeo viviendo lo que es probablemente la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial,

por un lado, y con una deuda propia y un mercado inmobiliario negativos, por otro, siempre se pudo pensar que la recuperación en Gran Bretaña sería insegura y accidentada.

Este parece ser ahora el caso. Las noticias de esta semana de que los precios al consumo subieron en un 1'7 por ciento en los 12 meses anteriores a Agosto (frente a un 1'2 por ciento en el año que terminó en Junio, lo que puede indicar que la inflación, después de haber tocado fondo, se reactiva) puede hacerle difícil al gobierno, según pretendía, congelar los sueldos del sector público. Ahora bien, el hecho de que la inflación aumente y la circunstancia de que la expansión se haya ralentizado hace que las restricciones salariales, en general, sean aún más necesarias.

Por otra parte, las revisiones a la baja de las cifras de la producción industrial en la primera mitad de este año han conducido a una nueva valoración de la productividad y de los costes salariales unitarios.

A mediados de Agosto, los datos del departamento de Empleo habían sugerido que Gran Bretaña podía estar disfrutando de un milagro de productividad. El gobierno, en efecto, dio cuenta de que la producción por trabajador en la industria había subido un 10'5 por ciento en Mayo, en comparación con un año antes.

Con un aumento anual del 9'9 por cien, las cifras de productividad revisadas de Mayo siguen siendo buenas. Sin embargo, los datos sobre el incremento anual de la producción industrial por trabajador correspondientes a Junio y Julio han sido menos espectaculares: 5'1 y 5'5 por ciento, respectivamente.

Por otro lado, las últimas informaciones sobre lo que ocurre en materia de costes laborales unitarios sitúan la competitividad de la economía británica a un nivel menos favorable. Las cifras oficiales de Agosto mostraron que los sueldos y los salarios por unidad de producción bajaron un 5'3 por ciento en los 12 meses anteriores a Mayo. Este descenso ha sido dejado en un 4'4 por ciento en la revisión de esta semana, durante la cual el departamento de Empleo también ha anunciado descensos mucho menores de los costes laborales unitarios en la industria (del 0'4 y del 0'6 por ciento en los 12 meses anteriores a Junio y Julio, respectivamente).

Esas cifras se refieren sólo a la industria, que representa menos de una cuarta parte de la economía, y, desde luego, están sometidos a posibles revisiones. Los datos (provisionales) sobre productividad y sobre costes salariales unitarios para el conjunto de la economía en la primera mitad de este año no se conocerán más que dentro de unos días.

Sea como fuere, las estadísticas conocidas indican con bastante seguridad que el crecimiento anual de los ingresos medios a la históricamente baja tasa actual del 3'5 por ciento no permite dormirse en los laureles. En especial, desde el punto de vista de la Administración, el actual 5 por ciento de aumento anual de los ingresos subyacentes en la industria es demasiado elevado para asegurar la tranquilidad. Dice poco a favor de la competitividad de la industria británica y desautoriza al gobierno en su intento de restringir la paga del sector público.

**EE.UU.: El lento desarrollo oculta las mejoras de la productividad.**

---

*(Alfred L. Malabre, Jr., en "The Wall Street Journal").*

La preocupación por la recuperación lenta de la economía de Estados Unidos oculta una circunstancia feliz de gran importancia: la mejora notable de la capacidad de Norteamérica para competir en los mercados internacionales. Lo que hay detrás de esta mejora es el coste cada día más competitivo de la mano de obra de este país. Esto es en parte reflejo del menor valor del dólar en términos de otras monedas a partir de mediados de los años 80, pero también es el resultado de una mayor contención en las subidas salariales y de unos aumentos de la productividad mayores que los de otros países.

Esta mejora de la competitividad norteamericana puede ser constatada mediante un análisis comparativo en el marco internacional. Según un estudio reciente del Departamento de Trabajo, la producción horaria de los trabajadores de Estados Unidos aumentó el año pasado en un 4'6%. Este resultado fue mejor que el de ocho de diez países analizados, estando por encima de los correspondientes a competidores tales como Alemania (0'6%), Francia (2'9%), Italia (3'7%) y Canadá (4'2%). En Japón, la productividad bajó en un 6'2%.

No es casualidad que Estados Unidos consiguiera también unos buenos resultados en materia de contención de costes laborales, los cuales descendieron un 1'5% por unidad de producción. Dichos costes, expresados en términos de valor internacional de dólar, subieron acusadamente en la mayoría de los otros países estudiados. Entre los mayores incrementos aparecen los de Japón (18'3%), Alemania (12%), Holanda (11'9%) y Francia (7'2%).

La evolución más reciente de Estados Unidos en este campo contrasta con lo ocurrido años atrás. En 1979-85, la mejora de la productividad en Norteamérica fue solo del 2% anual, como promedio. Esto fue substancialmente inferior a lo conseguido por Italia (5%), Gran Bretaña (4'6%), Holanda (4'2%), Japón (3'9%), Francia (3'1%) y Canadá (2'4%).

En el mismo período -como era de esperar- los costes laborales de Estados Unidos subieron apreciablemente, al tiempo que bajaban en casi todos los demás países. El incremento medio anual en Estados Unidos fue del 4'9%, frente a reducciones del 7'5% en Holanda, 5'4% en Suecia, 4% en Alemania, 3'4% en Francia, 3'3% en Italia, 2% en Gran Bretaña y 0'8% en Japón.

Las informaciones sobre nuevos países industriales tales como Corea del Sur y Taiwan son menos completas, pero también indican una mejora de la posición competitiva de Estados Unidos. Así, mientras los costes laborales de este país bajaban el pasado año, los mismos costes, expresados en dólares, subían en Taiwan (12'4%) y en Corea del Sur (0'5%).

Por supuesto, los salarios horarios de dichos países siguen siendo muy inferiores a los de Estados Unidos, pero las diferencias se han estado reduciendo desde mediados de la pasada década. En 1985, el salario horario en Corea del Sur, Taiwan y Méjico era aproximadamente el 10% del de Estados Unidos. El año pasado, el mismo salario alcanzó el 30% del norteamericano en Corea del Sur, el 35% en Taiwan y el 15% en Méjico, aproximadamente.

En 1985, la paga horaria en Estados Unidos era también mucho más elevada que en los otros países del llamado grupo de los Siete Grandes. En Canadá se situaba en el 85% de la de Norteamérica. En Alemania, el salario horario era el 75% del de EU, y menores aún eran los niveles de Italia (60%), Francia (58%), Japón (50%) y Gran Bretaña (45%).

El año pasado, en cambio, la paga horaria en Estados Unidos fue ya inferior que la de la mayoría de los 7G. En Alemania se situó un 60% por encima. En Italia, un 20%. Sólo en Gran Bretaña se mantuvo por debajo, pero habiendo casi desaparecido la diferencia, que años atrás fue enorme.

La mejora de la competitividad norteamericana puede explicar en parte por que las exportaciones han ido convirtiéndose en el componente más activo de la economía de Estados Unidos. En la actualidad, alrededor del 12 por ciento del producto interior norteamericano procede de la actividad exportadora. Esto representa un gran aumento frente al 7% de 1985. En etapas anteriores, la participación de la exportación en el PIB apenas se había alterado a lo largo de los años.

*H. Erich Heinemann*, primer economista de Ladenburg, Thalmann & Co., hace observar que las exportaciones de Estados Unidos, ajustadas según las alteraciones de los precios y de los tipos de interés, representan en el presente alrededor del 23 por ciento de la exportación total de los países industriales. En 1985 suponían sólo el 17%. "Los Estados Unidos son hoy el primer exportador mundial", dice *Heinemann*, subrayando que "los 200 m. m. de dólares en que ha aumentado la exportación norteamericana desde 1985 representan una cifra superior a la de las exportaciones de todos los países, excepto cinco".

En los últimos meses, un estudio realizado por Goldman, Sachs & Co. advierte que "la débil situación de la economía de los principales interlocutores comerciales de Estados Unidos ha ralentizado el crecimiento de nuestras exportaciones". El informe, por lo demás, hace observar que "el déficit comercial de Estados Unidos ha aumentado en la medida en que Norteamérica ha salido de la recesión antes que los otros países. En tales circunstancias, las importaciones tienden a aumentar como consecuencia del incremento de la actividad económica, al tiempo que las exportaciones se resienten de la débil demanda exterior.

A la vista de la mejor situación competitiva de Norteamérica, con todo, el incremento del déficit comercial del país debería ser limitado. De hecho debería acabar con la reactivación de las economías extranjeras, cosa que, según el estudio de Goldman Sachs, se ha de producir en 1994.

Una previsión parecida es la que hace el Center for International Business Cycle Research, de la Universidad de Columbia, el cual elabora indicadores económicos básicos para 10 países importantes. Tales indicadores han mostrado una tendencia ascendente en los últimos meses. Consecuentemente, el servicio de estudios de Columbia pronostica que "es inminente una recuperación generalizada, lo que debería contribuir al incremento de las exportaciones norteamericanas en un futuro próximo".

Una economía más competitiva puede representar un triste consuelo para aquellos norteamericanos que han perdido el empleo o que han visto cómo sus ingresos se iban reduciendo. De todos modos, esto es sin duda mucho mejor que la alternativa de una economía cada día menos competitiva en un mundo crecientemente interconectado y más competitivo.

**Francia, incomprendida en Cambridge (Massachusetts).**

---

*Erik Izraelewicz enviaba, desde Boston, el siguiente comentario a "Le Monde" de 22 de Septiembre.*

¿Se ha vuelto loca Francia? Para la Norteamérica académica que trabaja al servicio de la administración Clinton, en especial la de los campus de Cambridge (Massachusetts), la pregunta es muy oportuna. Las políticas económica y comercial de *Edouard Balladur* son fruto, a los ojos de los expertos norteamericanos, de criterios irracionales. Tanto si se trata de la moneda como del GATT, Francia es incomprendida y corre el riesgo de quedar aislada en los meses próximos.

Esta es, en cualquier caso, la impresión que han podido recoger los pocos franceses que han participado en la "Cumbre de la Industria", un simposio internacional que tuvo lugar del 9 al 12 de este mes de Septiembre en Cambridge, Estados Unidos, organizado por el Forum de la Economía Mundial<sup>(1)</sup> y por el MIT (Massachusetts Institute of Technology), en colaboración con la Universidad de Harvard, simposio en el que participaron unos 700 líderes empresariales y políticos.

"Se trata de un problema más bien propio de la psiquiatría". Aludiendo a la negativa de las autoridades francesas de proceder a una distensión espectacular de la política monetaria, *Robert Solow*, profesor del MIT y Premio Nobel de Economía, se muestra severo con el gobierno de *Balladur*. Su colega *Stanley Fisher*, antiguo vicepresidente y primer economista del Banco Mundial, no le va a la zaga. La decisión de sujetar el franco al deutschemark no tiene a sus ojos otra explicación que el "orgullo nacional" puesto que no obedece a ninguna visión racional de la economía. De hecho, ninguno de los dos, como es asimismo el caso de *Rudiger Dornbusch*, también del MIT, consigue explicarse la actitud de París. Para estos economistas próximos a Clinton, Francia tiene que hacer frente a un paro masivo, por lo que es más que nunca necesaria una política expansiva. Puesto que el arma presupuestaria está gastada, sólo puede utilizarse un estimulante monetario.

Aunque apruebe todas las acciones de reforma del mercado de trabajo emprendidas por Francia, *Robert Solow* entiende que tales acciones son insuficientes. El paro francés, a su juicio, no es sólo debido a las disfunciones del mercado de trabajo. "Esa es una explicación demasiado cómoda, que tranquiliza a los ministros de Hacienda y a los gobernadores de los bancos centrales", les dice a las personalidades de una cincuentena de países reunidas en el MIT. "Una gran parte del paro es consecuencia de una demanda insuficiente". Lo importante, pues, en su opinión, es que el gobierno adopte medidas para activar la demanda.

Rechazando los argumentos "europolíticos", *Robert Solow* considera indispensable que los países europeos y, sobre todo, Francia, aprovechen la libertad que han recuperado con la explosión del Sistema Monetario Europeo y procedan a una aceleración de la actividad a través de una reducción rápida y substancial de los tipos de interés, al igual que lo han hecho Gran Bretaña e Italia, "La razón acabará por imponerse", estima el Premio Nobel. "A la larga se

---

(1) El World Economic Forum es una asociación con base en Ginebra que organiza seminarios -como el que tiene lugar cada año en Davos, Suiza- en los que se desarrollan debates técnicos, directivos de empresas y políticos de los más diversos países.

impondrá en Europa una estrategia 'a la americana' (con unos bajos tipos de interés durante un largo período de tiempo), incluso en Alemania", añade *Rudiger Dornbusch*.

Si los expertos de Cambridge no comprenden la política macroeconómica de Francia, apenas se puede decir que entiendan mejor la estrategia de este país por lo que se refiere a las negociaciones comerciales multilaterales. Cuando multiplican sus llamadas a favor de una conclusión feliz de la Ronda Uruguay, los directivos de los grandes grupos multinacionales que participan en esta Cumbre de la Industria -*Percy Barnevik*, presidente de ABB; *Robert Palmer*, presidente-director general de Digital Equipment- expresan los mismos interrogantes y manifiestan la misma actitud crítica hacia la "oveja negra" que en estas discusiones es, a su juicio, Francia.

Según explica *Dornbusch*, por ejemplo, el fracaso de la Ronda Uruguay tendría consecuencias dramáticas para la economía mundial. "La fecha límite del 15 de Diciembre es realmente la última, esta vez", afirma aquél, al tiempo que dibuja un horizonte sombrío en el caso de que tal fracaso se confirme. "Las bolsas se hundirán y se generalizará la recesión..." Es de nuevo la apocalipsis, un poco como aquélla que anunciaban los partidarios del "sí" a Maastricht, hace un año, en caso de una victoria del "no". Que nadie pretenda que las negociaciones podrán proseguir después del 15 de Diciembre, toda vez que el Congreso de los Estados Unidos, muy poco favorable al libre cambio, no lo va a autorizar, ha venido a decir *Dornbusch*.

Según todos los que han intervenido en estas cuatro jornadas, una evidencia parece imponerse: el país que amenaza con hacer fracasar la Ronda Uruguay es Francia, aunque todos los europeos tienen una parte de culpa en ello. *Jeffrey Sachs*, profesor de Harvard, denunció una vez más la actitud de la Comunidad, cerrada, según él, a los productos del Este europeo. Pero es sobre todo el expediente agrícola el que deja perplejos a los analistas de Cambridge. La actitud de Francia en esta materia les resulta del todo incomprensible. Las estadísticas que les sirven de base para sus razonamientos les llevan a las siguientes reflexiones: disponiendo de una economía muy dependiente de sus exportaciones y en la que la agricultura no representa más que un papel relativamente marginal, Francia, según ellos, necesita imperativamente un sistema de comercio mundial muy abierto, razón por la cual debería estar interesada en el éxito de las negociaciones en curso.

Los citados profesores no imaginan ni un solo instante la posibilidad de que Washington pueda reanudar las conversaciones que llevaron al acuerdo de Blair House, acuerdo al que llegaron Estados Unidos y la CE en 1992. "Se trata de un asunto entre europeos", dice *Rudiger Dornbusch*. Este se refiere a "razones electorales muy locales, provinciales"; vulgares, en definitiva. Busca una explicación de la actitud francesa en una guerra de ambiciones entre *Balladur* y *Chirac*. Pero, sobre todo, *Dornbusch* se inquieta, al igual que otros, por el hecho de que París no sienta ya la necesidad de excusarse por defender tesis proteccionistas. Incluso parece que esta defensa se haya convertido en una moda.

"¿Es verdad que, con Pasqua, Francia no desea ya recibir extranjeros?" Esta pregunta, planteada a un industrial francés por un industrial japonés que pretende invertir en Europa, revela las dificultades que encuentra París para hacer comprender su política en el extranjero. Si algunos grupos de presión tienen interés en deformar la realidad, lo mejor que se puede hacer es esforzarse por presentar tal realidad de la manera más clara y más convincente. Esto no se ha hecho en Cambridge. ¿Se hace siempre en París?

## Buenas noticias de Europa y de Japón.

---

*Los dos artículos que siguen aparecieron publicados en "The Washington Post" y en "Herald Tribune" de los días 10 y 11 de Agosto. Su autor es C. Fred Bergsten.<sup>(1)</sup>*

La economía norteamericana recibió la semana pasada más buenas noticias que la simple aprobación del plan fiscal de Clinton. Europa cesó en su esfuerzo por mantener unas paridades fijas y Japón eligió su primer gobierno realmente nuevo de los últimos 40 años.

Sólo uno de esos acontecimientos -el plan fiscal- se presentó como una gran noticia en Estados Unidos. Esto es comprensible, toda vez que si a la mayoría de los norteamericanos les resulta difícil estar atentos ante el drama del déficit de su país, calcúlese lo que ha de preocuparles la evolución del franco francés o las peripecias del partido Democrático-Liberal japonés. Pero el caso es que los acontecimientos que acaban de producirse en el extranjero tendrán probablemente una gran repercusión en el crecimiento económico de Norteamérica y en la creación de empleo en este país, por lo menos durante los años inmediatos.

Por supuesto, el acuerdo fiscal constituye un inicio esencial. Los Estados Unidos se han visto obligados a mantener un crecimiento lento, y a veces ni siquiera esto, como consecuencia de la enorme deuda, que ha estado debilitando a todos los sectores de la economía: consumidores, empresas y Administración.

Requerirá un esfuerzo enorme la puesta en práctica del programa de Clinton y su realización a lo largo de los próximos cinco años. Una atención y un vigor político grandes serán necesarios para asegurar que el Congreso lleve efectivamente a cabo las reducciones de gasto previstas -aunque no especificadas- en el plan. Este, en cualquier caso, es importante en el sentido de que muestra el deseo firme de hacer frente a los problemas globales que condicionan en el presente el crecimiento norteamericano.

Las perspectivas de expansión a corto y medio plazo son aún, sin duda, muy modestas. Los incrementos de impuestos y las restricciones del gasto previstas en el programa de reducción del déficit supondrán una contracción de la economía. Afortunadamente, con todo, los menores tipos de interés que han de resultar del plan fiscal deberían proporcionar un estímulo susceptible de compensar de algún modo aquellos elementos negativos.

Sea como fuere, todo ello lleva a la conclusión de que seguirá el lento crecimiento y de que las perspectivas no son brillantes por lo que a la creación de empleo se refiere. Esto salvo en el caso de que se haga algo más.

Si el Congreso y la Administración quieren utilizar el instrumento fiscal para mejorar el panorama, deberán acudir a otros procedimientos adicionales. Deberán encontrar la manera, en el marco reducido de la nueva ley presupuestaria, de trasladar recursos a programas de innovación tecnológica y de formación laboral susceptibles de estimular la productividad. Pero

---

<sup>(1)</sup> C. Fred Bergsten es director del Institute for International Economics y presidente del Competitiveness Policy Council. Su último libro, escrito en colaboración con Marcus Noland, se titula "Reconcilable differences? United States-Japan Economic Conflict".

incluso estas nuevas inversiones exigirán tiempo, antes de que produzcan sus frutos en forma de un crecimiento más rápido y de más empleo.

De ahí que, a corto plazo, la única posibilidad de una recuperación significativa de la economía norteamericana reside en el comercio exterior. De hecho, los modelos económicos prevén que la mayor parte de los efectos positivos que se esperan del nuevo paquete fiscal tendrán su origen en la mejora de los intercambios comerciales: los menores tipos de interés que resulten de todo ello mantendrán el dólar y, por consiguiente, la exportación competitiva.

La importancia de las exportaciones ha quedado demostrada en los años recientes. Más de una tercera parte del crecimiento total norteamericano de los últimos años 80, tuvo su origen en una mejor posición internacional. La expansión de las exportaciones hizo posible que la recesión de 1990-91 no fuera el doble de lo que fue. Desgraciadamente, las crisis que disminuyeron el poder de compra en los principales países extranjeros han hecho que los resultados del comercio exterior norteamericano se deterioraran de nuevo en los últimos dos años.

Y es ahí donde los acontecimientos que acaban de tener lugar en Europa y Japón han de ejercer un papel importante. Una mayor expansión en esas zonas estimula las exportaciones norteamericanas, con lo que se crean empleos en cantidades considerables. Mi colega *William Cline* estima que cada 1 por ciento anual de mayor crecimiento en el extranjero representa un aumento de 10 m. m. de dólares de las exportaciones de Estados Unidos.

Si Europa y Japón pudieran reanudar su ritmo expansivo normal en los próximos dos o tres años, la producción interior de Estados Unidos podría subir en 50 m. m. de dólares. Un millón de puestos de trabajo bien pagados serían así creados.

.....

Europa adquiere más de una cuarta parte de las exportaciones norteamericanas y, por consiguiente, constituye un elemento central de la "estrategia de crecimiento global" que preconiza la administración Clinton. Sin embargo, la Comunidad Europea no ha representado últimamente el papel que le correspondería en esa estrategia, y esto porque ha estado obsesionada por evitar alteraciones de los tipos de cambio de sus países miembros en el proceso de su integración económica.

El principal problema a este respecto ha sido que Alemania, después de la reunificación, se inscribió en un curso de Reaganomía. Enfrentada con la necesidad de financiar los nuevos territorios del este y reacia al aumento de impuestos, Alemania incurrió en grandes déficit presupuestarios. Para contener las presiones inflacionistas así originadas, el Bundesbank elevó considerablemente los tipos de interés. Y para evitar la devaluación de sus monedas frente al DM, los otros países europeos se vieron obligados a subir sus tipos de interés uno tras otro. Así fue cómo el Sistema Monetario Europeo condujo a toda Europa a la recesión.

Gran Bretaña e Italia abandonaron el mecanismo de cambios en Septiembre del año pasado. Ambos países han estado en condiciones a partir de entonces de reducir sus tipos de interés de manera apreciable, así como de mejorar su competitividad. Los británicos han conseguido reanudar el crecimiento. Al decidir ampliar los márgenes de posible oscilación de sus monedas,



Francia y la mayoría de los países continentales se han situado en una posición que les ha de permitir una recuperación similar.

También Alemania debería beneficiarse de la nueva situación. A medida que los tipos de interés disminuyan a lo largo y ancho de Europa, el DM -y, por consiguiente, el poder de compra alemán- se fortalecerá. La inflación, cuyo rápido descenso se preveía, bajará todavía más. A la larga, el fortalecimiento del DM actuará contra la competitividad de las exportaciones alemanas e intensificará las presiones internas a favor de un cambio de la situación; y esto a su vez debería llevar al Bundesbank a reducir los tipos de interés de manera substancial y a estimular la economía alemana.

El efecto neto de todo ello, es que el crecimiento debería reanudarse activamente en toda Europa, por lo menos hacia 1994. Esta es una buena noticia para los exportadores de Estados Unidos.

La expansión norteamericana debería recibir un segundo empujón de Europa. Unos menores tipos europeos facilitarán la labor de los solicitantes de recursos norteamericanos que buscan capitales en los mercados financieros globales de hoy. Esto podría constituir un freno que contrarrestara cualquier intento de la Reserva Federal de elevar los tipos a corto para prevenir cualquier amenaza inflacionista. Al llegar inmediatamente después de aprobado el plan fiscal, la nueva situación europea podría contribuir a la promoción de unos menores tipos en Norteamérica, en especial de los tipos a largo plazo, tan importantes para la inversión privada.

Las repercusiones potenciales negativas de todo ello son que los menores tipos de interés de Europa podrían hacer subir el tipo de cambio del dólar, perjudicando a la balanza comercial norteamericana en 1995 y más allá a través del debilitamiento de la competitividad de las empresas de Estados Unidos por lo que a precios se refiere. Si bien el dólar ha bajado substancialmente frente al yen, en el último año, ha subido más del 15 por ciento frente a las monedas europeas. (Si se tiene en cuenta el conjunto de los intercambios comerciales de Estados Unidos, el dólar ha subido alrededor de un 7 por ciento, como promedio). Unos menores tipos de interés contribuirían también a la contención de la subida del dólar, pero las autoridades monetarias norteamericanas deben estar preparadas para intervenir, llegado el caso, en los mercados cambiarios internacionales.

La última buena noticia para los que buscan trabajo en Estados Unidos procede de Japón y se refiere al cambio político que se acaba de producir en este país. Durante la mayor parte de los dos últimos años recesionistas, Japón eludió un paro significativo exportándolo a otros países. La modesta expansión de que ha disfrutado procedió principalmente de sus substanciales excedentes comerciales.

Los problemas económicos de Japón son en muchos sentidos imagen de los de Norteamérica, pero al revés. Su economía se halla estancada porque su gobierno no ha estado dispuesto a aumentar el gasto a pesar del gran superávit presupuestario. Ojalá Estados Unidos tuviera el mismo problema. Pero el caso es que los gobernantes de Japón, pese a haber anunciado repetidamente la aprobación de grandes programas de gastos, no han sido capaces (o no han querido) de conseguir que la burocracia del Ministerio de Hacienda llevara a efecto los correspondientes planes reactivadores.

La revolución política que puso fin a la hegemonía del Partido Demócrata-Liberal podría suponer un cambio radical de la situación. Por primera vez en el período de la postguerra los

políticos japoneses deberán competir para conseguir los votos de los electores individuales. Japón es un país rico, pero su gente disfruta de un nivel de vida relativamente modesto. Existe una gran demanda de mejores viviendas, de transportes más fáciles, de más ocio, etc. etc. El estímulo fiscal es de hecho la alternativa más prudente de cara a la recuperación de Japón, dada la experiencia de la "economía burbuja" de los últimos años 80 que desacreditó y ha llevado a desconfiar en el dinero fácil.

Se necesitarán probablemente varios años para que la nueva situación política de Japón se consolide. Se formarán y desaparecerán partidos y coaliciones, y políticos y grupos competirán para atraer a los votantes. Pero un resultado de todo ello debería ser un mayor gasto y, por consiguiente, una política económica más expansiva. Otra consecuencia podría ser la reducción de los obstáculos a la importación, así como de otros impedimentos que dificultan el acceso al mercado japonés, y esto a medida que los consumidores descubran que han estado pagando precios muy superiores que sus iguales de otros países por productos idénticos.

Mucho más es lo que debe hacerse en el marco internacional para que se hagan realidad las esperanzas que los recientes acontecimientos despiertan en Norteamérica. Alemania debe corregir su enorme déficit presupuestario con el fin de hacer posibles unos menores tipos de interés en Europa. Japón debe realizar realmente los planes de gastos anunciados en el otoño y en la primavera últimos, los cuales, además, han de ser complementados con las medidas que han de hacer posible una nueva etapa de crecimiento sostenido. Deben evitarse las oscilaciones pronunciadas de los tipos de cambio de las monedas y han de llevarse a buen fin los esfuerzos realizados en el marco del GATT para abrir los mercados mundiales.

Finalmente, como es natural, los líderes políticos norteamericanos han de demostrar que el plan fiscal que se acaba de adoptar merece realmente el aplauso generalizado que ha recibido. Sólo entonces se hallará Norteamérica en una posición económica y moral que le permita pedirles a los otros países que hagan todo lo que esté en sus manos para reactivar la economía mundial. El acuerdo presupuestario no se sostendrá si Estados Unidos no se recupera. Pero el crecimiento global no adquirirá vigor si Norteamérica no le muestra al mundo que esta vez va en serio y que el plan fiscal está ahí para ser cumplimentado.

#### **Desarrollo incierto para 1994, según el Fondo Monetario Internacional.**

---

*(Peter Norman, en "Financial Times").*

La economía mundial registrará en 1993 el cuarto año consecutivo de insuficiente crecimiento, y las perspectivas de reactivación para 1994 son inciertas. Esto es lo que se deduce del último **World Economic Outlook** del FMI.

El Fondo espera que la expansión en los países industriales se debilite hasta quedar en el 1'1 por ciento este año, frente a un ya modesto 1'7 por ciento en 1992. Y si bien el mismo Fondo pronostica que la economía de los países industriales se recuperará hasta alcanzar un crecimiento del 2'2 por ciento el año que viene, no por ello deja de advertir que el vigor y el ritmo de la reactivación siguen sin estar claros.

Es sólo debido al fuerte crecimiento del mundo en vías de desarrollo cómo el FMI ha dejado sus previsiones de crecimiento mundial para 1993 en el 2'2 anunciado ya en previsiones anteriores (del mes de Abril). Por otra parte, ha reducido sólo en 0'2 puntos porcentuales -quedando en un 3'2 por ciento- la estimación del crecimiento global del año próximo, lo que significa que sigue esperando un desarrollo importante en Asia, partes del Oriente Medio y muchos países de Iberoamérica.

Pero el Fondo es mucho más pesimista que cinco meses atrás por lo que se refiere a las perspectivas económicas de Japón y de Francia. En Japón, los indicadores recientes señalan que la recuperación se estancó en la pasada primavera. En Europa, por otro lado, es poco probable que la reactivación se produzca antes de finales de 1993 o principios de 1994, y esto en un marco en el que el crecimiento de América del Norte es menor de lo que se había esperado.

El desempleo ha subido hasta alcanzar "niveles intolerables" en los países industriales, dice el FMI. Con una cifra de 32 millones de parados, el número de los que se encuentran sin empleo este año en dichos países equivale al total de la población en edad de trabajar de Suecia y España juntas.

El exceso de capacidad en el conjunto del grupo de los Siete Grandes países excepto Estados Unidos es mayor que durante la recesión de principios de los años 80. Ello se traducirá probablemente en una inflación moderada, pero también en un mayor desempleo -sobre todo en Europa- y en un incremento de las presiones proteccionistas.

En cambio, el FMI ha mejorado en 1 punto porcentual este año y en 0'4 puntos en 1994 sus expectativas de crecimiento del mundo en vías de desarrollo, con lo que alcanzaría un total del 6'1 y del 5'5 por ciento, respectivamente. Se prevé que el crecimiento en Asia sea del 8'7 por ciento este año (unos 2 puntos porcentuales más de lo pronosticado en Mayo) y del 7'1 por ciento en 1994.

El Fondo espera también que las importaciones de los países subdesarrollados aumenten en un 9 por ciento tanto este año como el próximo, después de haberlo hecho en un 10 por ciento en 1991 y 1992.

Entre dichos países en vías de desarrollo, los que cuentan con una economía de mercado en buen estado de funcionamiento y con un ahorro interior elevado crecen más deprisa que los otros.

Según el Fondo, dos son los factores que explican la débil recuperación del mundo industrial. Por una parte, el difícil ajuste después de la inflación de precios de los activos ("asset price inflation") de finales de los 80 en América del Norte, el Reino Unido, Australia y, ahora, Japón. Por otra, en Europa, las consecuencias de la reunificación alemana y el ritmo lento de reducción de los tipos de interés en los países del SME.

Con todo, el FMI cree que existen motivos para un cauteloso optimismo que hacen pensar que la economía mundial se irá fortaleciendo gradualmente. El Fondo espera que los países lleven a cabo políticas destinadas a reducir los déficit públicos, que permitan unas políticas monetarias más flexibles, susceptibles de promover la actividad, especialmente en Europa.

**PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL**  
(Variaciones porcentuales anuales)

	1991	1992	1993	1994
<b>Producción mundial</b>	0,6	1,7	2,2	3,2
<b>Países Industriales</b>	0,5	1,7	1,1	2,2
Estados Unidos	-0,7	2,6	2,7	2,6
Japón	4,0	1,3	-0,1	2,0
Alemania	1,7	1,9	-1,6	1,2
Francia	0,7	1,4	-1,0'	1,1
Italia	1,3	0,9	0,3	1,7
Reino Unido	-2,2	-0,5	1,8	2,8
Canadá	-1,7	0,7	2,6	3,8
Siete Grandes	0,4	1,8	1,3	2,3
Otros Países Industriales	0,8	0,9	-	1,7
<b>CE</b>	0,8	1,1	-0,2	1,6
Alemania Occidental	4,5	1,6	-2,2	0,8
<b>Países Subdesarrollados</b>	4,5	5,8	6,1	5,5
Africa	1,6	0,4	1,6	2,6
Asia	6,1	7,8	8,7	7,1
Medio Oriente y Europa	2,4	7,8	3,4	4,6
Hemisferio Occidental	3,3	2,5	3,4	3,5
<b>Países en transición</b>	-12,0	-15,4	-10,2	-1,1
Europa Central	12,6	-9,1	-1,8	1,9
Antigua URSS	-11,8	-17,8	-13,7	-2,4

Fuente: FMI

**Europa es más que Francia.**

*El artículo que aparece a continuación fue publicado en "Herald Tribune" de 14 de Septiembre. Su autor es Reginald Dale.*

Resulta curioso observar cuán fácilmente la gente sucumbe aún ante la propaganda francesa. Esto es lo que ocurre en la actualidad, en una fase en que la diplomacia de Francia utiliza todos los recursos a su disposición para promover la causa de su agricultura con ocasión de haberse llegado a la fase final de las negociaciones de la Ronda Uruguay.

Durante años Francia ha difundido una visión francocéntrica de Europa, una manera de pensar que se enuncia aproximadamente así: Francia es por definición el más europeo de todos

los países. Los otros son más o menos europeos, dependiendo de lo mucho o de lo poco que se parezcan a Francia o que se sometan a los deseos de ésta. En consecuencia, cuanto más respeten los otros países los intereses de Francia, hablen francés, compren aviones Mirage y adquieran trenes TGV, más europeos serán.

Naturalmente, son muchos los franceses que lo creen realmente así, pero no hay razón alguna para que otros lo crean también.

De acuerdo con aquella lógica, por ejemplo, Francia ha conseguido muchos adeptos para el punto de vista según el cual Gran Bretaña, que de tantas maneras es la antítesis de Francia, apenas puede ser considerada como un país europeo. El caso es, con todo, que si bien a los británicos puede importarles poco que se les considere o no europeos, resulta que a los alemanes sí les importa.

Alemania ha sido siempre el objetivo principal. A lo largo de todo el período de la postguerra, les ha resultado relativamente fácil a los franceses convencer a los alemanes de que la mejor manera de ser aceptados como buenos europeos es yendo de la mano con Francia. Además, los alemanes no dejan de ser en todo momento advertidos de que cualquier debilitamiento del eje franco-alemán (y cualquier desacuerdo con Francia) amenazaría todo el proyecto de integración europea.

En la Alemania reunificada de hoy, tal argumento tiene cada día menos fuerza. Sin embargo, el canciller *Helmut Kohl* se inclinó una vez más ante él a finales del pasado mes, cuando expresó su simpatía por la posición francesa sobre la posible revisión del acuerdo de Blair House entre Estados Unidos y la CE sobre la agricultura, un ingrediente vital de la Ronda Uruguay. Aunque la posición francesa sobre esta materia es contraria ("inimical") a los intereses tanto de Alemania como de la unidad europea, *Kohl* estimó que el talismán de la unidad franco-alemana le obligaba a situarse del lado de Francia.

Sorprendentemente, como si de lo que se tratara fuera de proclamar ante el mundo entero que el viejo truco todavía sirve, *Jacques Delors*, el supuestamente independiente presidente de la Comisión Europea, celebró inmediatamente la posición adoptada por *Kohl*, que "había situado los intereses de Europa" por encima de los de la misma Alemania. *Delors*, naturalmente, es francés, y todavía desea llegar a ser presidente de Francia.

Sin embargo, resulta que, en esta ocasión, la posición francesa no sólo es perjudicial para la unidad europea sino que atenta directamente contra la autoridad de la Comisión misma. Como una de las partes del acuerdo, la Comisión ha rechazado acertadamente los intentos de Francia de reabrir el acuerdo de Blair House.

Lo paradójico en toda esta historia de desinformación y de chantaje moral es que oculta el hecho de que los franceses tienen, sí, algo importante que objetar frente a Blair House. El acuerdo, en la práctica, favorecerá probablemente los intereses de los exportadores de trigo norteamericanos frente a sus rivales franceses, por lo que éstos pueden estar en lo cierto cuando dicen que Blair House va más allá de lo establecido tras la reforma de la Política Agraria Común. También los agricultores de otros países, aunque sus quejas no se oigan, sufrirán por ello.

Pero ésta no es una razón para renegociar el acuerdo, como así lo comprenden los otros once gobiernos de la CE. Independientemente de la Ronda Uruguay, la política agraria europea,

por doloroso que ello resulte, ha de ser renegociada. Es demasiado cara (de cada franco que el agricultor medio francés percibe, 47 céntimos son subvención) y, además, debe ser adaptada para abrir el camino que haga posible que el este de Europa se integre a la economía europea occidental, algo más importante aún que la Ronda Uruguay.

*Kohl* debería tener el valor de decirles a los franceses, de una vez por todas, que los intereses franceses no son sinónimos de los de Europa. Si una hada pudiera complacer hoy un deseo de Europa, éste debería ser que la Ronda Uruguay llegara a un final feliz lo antes posible.

Para que el eje franco-alemán resulte beneficioso para Europa, Bonn no debe unirse a París frente a los intereses de la mayoría. Por el contrario, Alemania debería utilizar su posición privilegiada para conseguir que París se sitúe del lado del resto de Europa, y no al revés. En la lucha planteada alrededor de la Ronda Uruguay, el interés de Europa exige que París cambie de actitud, no los demás. Y aunque los franceses no se den cuenta de ello, los intereses de los otros son también los intereses de Francia.

---

**El "compromis agrícola" abre un camino de esperanza.**

---

*("Le Monde", edit. de 22 de Septiembre).*

La decisión adoptada por los Doce en el sentido de reanudar las conversaciones con Estados Unidos con vistas a hacer más aceptable el preacuerdo agrícola de Blair House constituye un paso esperanzador para el gobierno de *Edouard Balladur*. Para que tal paso se traduzca en un éxito necesita conseguir el apaciguamiento de los agricultores franceses y evitar una crisis europea, todo lo cual, tras los avatares del tratado de Maastricht, la "imposición" del SME y el lamentable fracaso del intento comunitario de mediar en la ex-yugoslavia, representaría un golpe fatal para la construcción europea.

Dicho doble objetivo parece estar ahora al alcance de la mano. Los Doce, incluidos los países más alérgicos a la estrategia francesa, han manifestado su comprensión y han dado muestras de madurez. Es verdad que, en el pasado reciente, con ocasión de la firma y después de la ratificación del tratado de Maastricht, los británicos, así como también los daneses, habían tenido la oportunidad de solicitar la solidaridad de sus consocios.

Las peticiones a Washington sobre la introducción de algunas correcciones en el preacuerdo de Blair House no tienen nada de disparatado, por lo que ha de ser posible un compromiso. Lo esencial, para Francia, es poder garantizar a sus agricultores que no habrá, como consecuencia de los acuerdos del GATT, obligaciones suplementarias para el abandono de más tierras de cultivo.

Las organizaciones de agricultores, por su parte, harían bien si limitaran sus pretensiones. Están en lo justo si defienden sus intereses frente a un preacuerdo que creen desequilibrado. Pero sería tal vez la hora ya de hablar con moderación de la "vocación exportadora de Francia y de la Comunidad". Más del 70% de las exportaciones agroalimentarias de Francia están destinadas a los otros países miembros y no se ven afectadas por las limitaciones de Blair House. El

resto, dirigido a terceros países, se exporta con dinero del presupuesto europeo. La Comunidad, con su política de subvenciones, se ha comportado con frecuencia como un depredador ("prédateur"): ¡su participación en el mercado mundial de trigo fue del 11% en 1978, del 15% en 1983 y del 21% en 1991!

---

Los principales puntos de Blair House,  
según "Financial Times"

- \* Las exportaciones agrícolas subsidiadas serán reducidas en un 21% en volumen en un plazo de 6 años. El valor se reducirá en un 36%, recortándose las ayudas interiores en un 20%.
  - \* Las tierras destinadas a la producción de semillas oleaginosas quedarán limitadas a 5,128 m. de hectáreas.
  - \* Las semillas oleaginosas para usos industriales se limitarán a 1 m. de toneladas.
  - \* El 10% de las tierras destinadas a semillas oleaginosas quedará fuera de cultivo permanentemente.
  - \* Una "cláusula de paz", de una duración de seis años, pretende evitar que EU o la CE emprendan acciones unilaterales contra la otra parte sobre cuestiones comerciales.
  - \* Se amplía el acuerdo de la CE sobre limitación de las exportaciones de carne de vacuno subsidiada a los países asiáticos.
- 

Más que querer conservar a cualquier precio unas cifras de exportación más espectaculares que satisfactorias, el interés de Francia debería consistir en lograr que la reforma de la Política Agrícola Común fuera un éxito. Tal reforma, como se sabe, se propone controlar mejor la producción. La defensa a ultranza de las exportaciones de cereales o de carne, además, parece tanto más anacrónica en un momento en que los países del Este europeo -Ucrania y Rusia- están llamando a la puerta de la CE y cuando la apertura de nuestros mercados a sus productos agrícolas ha de constituir sin duda la manera más eficaz de ayudarles en la recuperación de sus economías.

Por otra parte, la conclusión feliz de la Ronda Uruguay abrirá mercados a nuestra industria, a nuestras empresas de servicios, y también a nuestra agricultura, la cual siempre se ha beneficiado de la ampliación de su campo de acción. Que todo el mundo se acuerde de la adhesión de España, tan criticada entonces por los que ahora ocupan el poder en Francia: en 1986, nuestro saldo agroalimentario con aquel país era deficitario en 2'3 m.m. de francos. En 1992, el saldo nos fue positivo por el mismo importe.

**La preocupación de la CE por la libertad de los movimientos de capital.**

---

(David Marsh, Andrew Hill, Ronald van de Krol y John Ridding, en "Financial Times" de 17 Sept.).

Para los gobiernos y para los bancos centrales de la CE que han de hacer frente a las turbulencias de los mercados cambiarios, la creciente integración de los mercados de capitales tiene consecuencias positivas y negativas.

El aspecto positivo de la desaparición de barreras entre mercados es que los gobiernos han podido acudir a inversores de fuera para financiar unos déficit presupuestarios cada día mayores.

Lo malo de todo ello es que el enorme crecimiento del mercado exterior de bonos ha representado un notable factor de inestabilidad en el pasado año. El potencial de riesgo de las corrientes de capitales en un mercado de cambios con transacciones diarias de un billón de dólares explica, entre otras cosas, las llamadas que se han hecho, a partir de la crisis de Julio-Agosto últimos, a favor del establecimiento de controles para tales corrientes.

El mismo *Jacques Delors*, presidente de la Comisión Europea, sugirió hace sólo unos días la posibilidad de reintroducir algún tipo de control en este campo. Desde que la CE liberalizó los movimientos de capital en 1990, la inversión exterior ha hecho aumentar considerablemente la proporción de títulos representativos de la deuda de diferentes países en poder de extranjeros. Tal proporción ha pasado, hasta ahora, del 20 al 30 por ciento. Ocurre, sin embargo, que tales fondos pueden moverse tanto hacia dentro como hacia fuera. Un importante factor en las convulsiones del SME fueron las huidas de los inversores internacionales de los países de monedas más débiles, deseosos de cubrir sus posiciones en los mercados de bonos de los mismos.

Muchos de estos movimientos de capitales representan inversiones especulativas a plazo relativamente corto, las cuales pueden ser transformadas en diferentes monedas. La introducción de controles al acceso a tales mercados podría tener un efecto contraproducente si los inversores internacionales se inclinaban por eludir las monedas protegidas por barreras que obstaculizan la libre circulación de los capitales.

El escepticismo generalizado con que se reciben tales propuestas fue resumido ayer por un alto cargo del Banco Nacional de Dinamarca. La moneda de este país ha sido víctima de numerosos ataques especulativos en los últimos 12 meses. A pesar de ello, dicha autoridad se expresa así: "Dado que los mercados de capitales se hallan tan integrados, nuestra opinión es que los controles de los movimientos de capital no son ni posibles ni deseables".

Incluso después del obligado ensanchamiento de las bandas de fluctuación del SME, el pasado mes, las preocupaciones por la volatilidad de tales disponibilidades siguen proyectando una sombra sobre las políticas monetarias de la CE. Los temores de que los inversores no residentes se desprendan de grandes masas de bonos han sido una de las razones que han impedido que los países con monedas débiles redujeran rápida y apreciablemente los tipos de interés. Francia, Bélgica y Dinamarca han actuado con gran cautela cuando se ha tratado de distender su política monetaria, a partir de Julio. Todos estos países se han resistido a utilizar la mayor libertad de que han dispuesto para devaluar sus monedas frente al DM.



Otra razón de prudencia es la necesidad de reconstituir las reservas exteriores utilizadas en Julio para defender las paridades del SME.

Francia, que gastó unos 300 m.m. de francos (59 m.m. de dólares) en la defensa de su moneda, tiene todavía unas reservas netas negativas, según cifras publicadas ayer por el Banco de Francia. Estas cifras muestran que el déficit neto, que alcanzó un máximo de 176 m.m. de francos el 5 de Agosto, era de 90 m.m. de francos el 9 de Septiembre. La competencia entre los países de la CE para atraer ahorro internacional a sus mercados de bonos ha beneficiado hasta ahora, sobre todo, a Alemania.

Según cifras del Bundesbank, no residentes invirtieron una cifra récord neta de 257 m.m. de DM en bonos alemanes durante los 12 meses anteriores a finales de Junio, de los cuales 171 m.m. se destinaron a bonos del sector público.

El deseo del Bundesbank de conservar el atractivo internacional del DM ha sido una razón de primer orden en su negativa de acelerar la reducción de los tipos de interés a corto plazo. Esta estrategia parece haber dado buenos resultados.

La entrada masiva de recursos exteriores, que ha financiado una gran parte del déficit del sector público, ha contribuido a que los rendimientos del mercado de bonos alemán hayan bajado hasta alcanzar casi los mínimos de la post-guerra.

A finales de 1992, el 26 por ciento de la deuda viva del sector público alemán, de 1'350 billones de DM, estaba en manos de extranjeros, frente al 21 por ciento de los 1'05 billones de la deuda total de finales de 1990.

También en Francia ha aumentado considerablemente la proporción de deuda en manos de extranjeros. Según estimaciones de París, la parte de bonos del Estado a más de 7 años en poder de no residentes se elevaba a 305 m.m. de francos (27 por ciento del total de la deuda pendiente) en Abril de este año, frente a 137 m.m. (17%) a últimos de 1990.

La parte de la deuda francesa a corto plazo, con vencimientos a cinco años o menos, en poder de extranjeros, también se elevó substancialmente hasta alcanzar los 213 m.m. de francos (43 por ciento del total), frente a 118 m.m. (29%) al término de 1990.

En el mercado de bonos de Bélgica, perjudicado por los ataques especulativos contra el franco belga, los inversores extranjeros están ahora interesados principalmente en la venta de títulos a corto y medio plazo, según informan los agentes de Bruselas. Algunos de ellos, con todo, están reinvertiendo en bonos a largo plazo. Sea como fuere, se cree que la participación extranjera en el financiamiento de la deuda puede que no supere ahora el 10 por ciento.

En cualquier caso, los ejemplos de participación de extranjeros en los mercados de bonos de países comunitarios se repiten una y otra vez. En Dinamarca suponía el 14 por ciento a finales del año pasado, frente al 8 por ciento en Diciembre de 1990. En algunas emisiones recientes de bonos del Estado en Holanda, los extranjeros se han quedado con el 90 por ciento de lo vendido, en especial por lo que se refiere a títulos a 30 años. Para el total del mercado de la deuda holandés, la participación extranjera era del 24 por ciento al término de 1992, frente al 16% en 1987 y al 23% en 1990.

En el Reino Unido -país que ha atraído unas importantes masas de capital desde el inicio de la recuperación, a principios de este año- los operadores estiman que los inversores extranjeros se han quedado con el 20-40 por ciento de las emisiones de papel del Estado en los meses más recientes. La parte de la deuda total británica en manos de no residentes es ahora del 17 por ciento.

Las autoridades monetarias británicas, al igual que sus consocios comunitarios, saben que las entradas de capital extranjero pueden parecer un símbolo de fuerza, pero no ignoran que tales entradas pueden constituir asimismo una fuente de vulnerabilidad.

---

### Lo bueno y lo malo del comercio dirigido.

---

*El artículo que sigue, de C. Fred Bergsten (director del Institute for International Economics), apareció publicado en "Financial Times".*

Existe una gran preocupación ante la posibilidad de que el comercio dirigido ("managed trade") pueda dominar la política comercial de Estados Unidos y, tal vez, la de todo el mundo. Algunos comentaristas -entre los que figura *Michael Prowse*, que se refirió al tema en un artículo publicado en "Financial Times" el 25 de Junio- han atacado mi nuevo libro, "Reconcilable Differences? United States-Japan Economic Conflict" (escrito en colaboración con *Marcus Noland*, economista de relieve del Consejo de Asesores Económicos del presidente Clinton) en la medida en que defiende tal tipo de comercio. Algunos han atacado también, y por el mismo motivo, el libro de *Laura Tyson* titulado "Who's Bashing Whom? Trade Conflict in High-Technology Industries", publicado por el Institute for International Economics en Noviembre del año pasado.

Ni *Noland* ni yo, ni, por supuesto, *Laura Tyson*, presidenta del citado Consejo, creemos que sean medidas de política comercial las que puedan resolver "el problema japonés". El superávit por cuenta corriente de Japón, enorme y creciente, debe ser corregido principalmente a través de un yen fuerte y de un nuevo crecimiento vigoroso de la demanda interna del país.

Estados Unidos, por su parte, debe contribuir también a ello corrigiendo su déficit presupuestario y adoptando medidas internas destinadas a reforzar su competitividad, como así lo está empezando a hacer la administración Clinton.

Nuestros trabajos rechazan explícitamente el proteccionismo. Seguimos fieles a un sistema de comercio libre y multilateral y también creemos que son esenciales los esfuerzos agresivos que se hagan para abrir el mercado japonés. Sin embargo, existe una gran confusión tanto sobre el significado del término "comercio dirigido" como de la historia reciente de éste.

Existen dos tipos diferentes de comercio dirigido. La versión tradicional, que se ha manifestado a través de acuerdos de limitación voluntaria de las exportaciones (LVE), restringe el comercio y cierra mercados. Eleva los precios, reduce la competencia y refuerza el poder de los cárteles. Se trata de la más insidiosa forma de proteccionismo, creando alianzas funestas entre industrias protegidas -a las cuales se asegura una cuota de mercado- y exportadores, que

obtienen por este procedimiento franquicia para elevar los precios y obtener espléndidos beneficios.

La administración Reagan se especializó en este tipo de comercio dirigido. Negoció LVEs con Japón para automóviles, acero y máquinas herramientas. El entonces Secretario del Tesoro, *James Baker*, aseguraba con orgullo que *Ronald Reagan* había "proporcionado más protección a la industria norteamericana frente a las importaciones que ninguno de sus predecesores de los últimos 50 años".

La administración Clinton no ha adoptado el mismo tipo de arreglos. *Noland* y yo los rechazamos rotundamente, y lo mismo hace *Laura Tyson*.

El segundo tipo de comercio dirigido, a veces instrumentado mediante acuerdos de expansión voluntaria de las importaciones (EVI), se propone incrementar la participación de las importaciones en los mercados exteriores protegidos. Su objetivo es el incremento del comercio y la apertura de mercados para nuevos competidores. Llevado a cabo adecuadamente, este tipo de comercio reduce los precios y fortalece la competencia.

La administración Bush utilizó este tipo de comercio dirigido en varias ocasiones. Amplió el EVI de Reagan para semiconductores y negoció nuevos EVIs para automóviles y para partes y piezas para éstos. La administración Clinton no ha negociado EVI alguno, pero ha dejado abierta la posibilidad de establecerlos con Japón.

*Noland* y yo propugnamos la posible utilización de tales acuerdos para la expansión de las exportaciones en algunos casos específicos y en determinadas circunstancias, y lo mismo hace *Laura Tyson*.

Los EVIs pueden ser necesarios en mercados que dificultan el acceso de los extranjeros mediante una red de prácticas obstruccionistas que no pueden ser superadas por los instrumentos habituales de la política comercial.

*Noland* y yo analizamos 12 sectores de la economía japonesa, desde la agricultura a la alta tecnología y a los servicios financieros. Lo que encontramos fue una situación generalizada de prácticas empresarias exclusionistas acompañadas de la intervención gubernamental. Algunas de estas intervenciones, en especial las que obstaculizaban directamente las importaciones, han desaparecido últimamente, pero han dejado un legado profundo caracterizado por la resistencia a la competencia exterior.

La mejor respuesta a la opacidad de tales mercados es la identificación y la abolición de la política obstruccionista gubernamental, como puede ser la que restringe el acceso a los concursos públicos. Esto puede hacerse a través de trámites multinacionales en el marco del GATT. La política antitrust puede ser el antídoto frente a las prácticas restrictivas empresariales.

Desgraciadamente, a veces es imposible combatir las actuaciones gubernamentales restrictivas a través del GATT, incluso en los casos en que las limitaciones japonesas pueden ser claramente identificadas. En estos supuestos, los EVIs pueden ser la única manera de introducir nuevos concurrentes en los sectores japoneses más cerrados.

El EVI de Reagan-Bush para semiconductores ilustra bien la adecuada utilización del comercio dirigido para promover las exportaciones. El acceso al mercado se hallaba claramente limitado.

La parte de las importaciones en el consumo japonés de estos productos nunca había superado el 10/12 por ciento, a pesar de la posición competitiva de empresas no japonesas en otros mercados y de grandes cambios en todas las variables económicas más importantes. En parte por lo menos como resultado del citado EVI, las ventas a Japón procedentes de Europa, Corea, otros países asiáticos y EU han aumentado hasta alcanzar alrededor del 20 por ciento del mercado.

Y lo que es más importante, los consumidores últimos japoneses fueron tras suministradores extranjeros por primera vez y empezaron a diseñar sus "chips" en el proceso de producción. La competencia y la situación de la economía mundial han mejorado como consecuencia de ello.

¿Por qué algunos partidarios de la libertad de mercado se oponen a un instrumento que fomenta el comercio?

Hay gentes que confunden los objetivos de la política comercial con los instrumentos de esta política. Tanto los LVEs como los EVIs requieren la intervención gubernamental en los mercados. De ahí que, instintivamente, se denuncien los EVIs, aunque lo que éstos se propongan -como ha dicho *Lawrence Summers*, Subsecretario del Tesoro norteamericano- sea facilitar los intercambios, no obstaculizarlos.

Existen, en cualquier caso, problemas prácticos significativos con los EVIs. Cualquier objetivo numérico ha de resultar arbitrario. Es mucho mejor utilizar una variedad de indicadores cualitativos y cuantitativos que una simple cuota de participación en el mercado.

Ningún gobierno puede controlar los resultados. Variaciones del mercado, de las tasas de crecimiento o de los tipos de cambio pueden frustrar incluso el más estricto cumplimiento.

Sea como fuere, los EVIs deben ser utilizados sólo para períodos cortos o temporales. Se refieren únicamente a productos industriales intermedios, no a artículos de consumo utilizados por millones de individuos. Deben estar abiertos a productos de todas las procedencias, contrariamente a lo que ocurre con el EVI de *Bush* sobre automóviles y partes, que está limitado a las empresas norteamericanas, por lo que constituye una manifiesta invitación a desviar ventas de otros países suministradores, invitación que *Clinton* ha rechazado enérgicamente.

Los problemas que plantea la aplicación de los EVIs son así formidables. Por esto deben ser utilizados muy espaciadamente, y con el máximo cuidado por los gobiernos de Estados Unidos y Japón, en el curso de las negociaciones sectoriales en curso.

Con todo, debería quedar claro que hay una enorme diferencia en principio, entre los dos tipos de comercio dirigido. Es analíticamente incorrecto pensar que uno y otro, son instrumentos proteccionistas, razón por la cual, deben ser rechazados. Pero los LVEs, constituyen instrumentos que fomentan el comercio, lo que hace que puedan ser útiles en determinadas circunstancias. Su empleo acertado, puede resultar provechoso para los consumidores japoneses, para los productores extranjeros y, en definitiva, para el mantenimiento de un sistema de comercio abierto.

**El futuro nos sorprende siempre de nuevo.**

---

*El artículo que se transcribe a continuación, del historiador Arthur Schlesinger Jr., apareció publicado en "The Wall Street Journal" de 20 de Septiembre.*

Los sorprendentes acontecimientos de la semana pasada, que se añaden a los sorprendentes eventos de la última década, plantean interesantes interrogantes sobre la capacidad de los mortales ordinarios -e incluso de los convencidos mortales superiores, como los periodistas y los profesores- para adivinar el futuro.

Imagínense a alguien que, sólo una década atrás, hubiera anunciado que en el término de 10 años, el mundo presenciaría la desaparición de la Unión Soviética, la descomunización del Este europeo, la reunificación de Alemania, la sangrienta desintegración de Yugoslavia, la introducción de la economía de mercado en China y, ahora, el apretón de manos entre el primer ministro de Israel y el presidente de la Organización para la Liberación de Palestina. Tales revelaciones hubieran sido ridiculizadas por todo el mundo, desde el director de este periódico hasta el autor de este artículo. Y, sin embargo, todo eso ha ocurrido sin que casi ninguno de los múltiples sabios que pululan alrededor de las páginas de opinión de los periódicos y de las cadenas de televisión pronosticara nada de lo sucedido, lo cual, ¡ay!, no les disuade de continuar haciendo predicciones.

He escrito ya sobre la inescrutabilidad de la historia, aunque con tan poco provecho que puede resultar útil intentarlo otra vez. ¿Cuales son las lecciones que pueden obtenerse de todo aquello? Querría creer que los periodistas, en adelante, dejarán de hacer predicciones por su cuenta y cesarán también de pedirles a otros que las hagan. Hace algún tiempo decidí eludir los relatos que implicaban principalmente especulaciones sobre el futuro. Con este motivo descubrí con satisfacción que al pasar por alto las narraciones que suponían un intento de adivinar el futuro reducía a la mitad el tiempo dedicado a la lectura de la prensa.

Naturalmente, como defensor de los ciclos en la evolución de la política norteamericana debo estar de acuerdo en que algo puede predecirse. Ahora bien, se ha de distinguir entre aquellos fenómenos que son predecibles y aquéllos que no lo son. Los historiadores sacan conclusiones del pasado que les ayudan a entrever cosas que han de venir. *Crane Briton*, en su obra "The Anatomy of Revolution", identificó acertadamente los ciclos de vida de las revoluciones ("life-cycle of revolutions"), desde las lunas de miel hasta Thermidor. Si Brinton hubiera sido leído por más gente, el mundo se habría ahorrado muchas interpretaciones erróneas de las revoluciones de nuestro tiempo. Primero, sobre su bondad ("benevolence"), y más tarde -después de desaparecidos los sentimientos benévolos- sobre la permanencia de sus contenidos fanáticos.

Encontramos generalizaciones predecibles comparables en otros campos. Por ejemplo, las fases del desarrollo económico. O el impacto de la industrialización o de la urbanización. O aún, los efectos del crecimiento de la población. O las consecuencias de las innovaciones tecnológicas y de las iniciativas empresariales. O, en mi opinión, los ciclos de la política norteamericana.

Tales grandes corrientes de la historia son predecibles, a grandes rasgos, porque expresan profundas y duraderas pulsaciones de cambio. El corto plazo es distinto. Las perspectivas

situadas inmediatamente delante de nosotros contienen demasiadas variables. Están demasiado a merced de accidentes, de circunstancias fortuitas, de influencias personales, de la sabiduría o de la estupidez, de la suerte; dependen demasiado de quien vive y de quien muere para permitir predicciones exactas y concretas. Esta es la razón de que nos veamos continuamente sorprendidos por el futuro. "La aptitud para ver que algunas cosas no pueden ser previstas es algo muy necesario, decía *Rousseau*.

Pronto llegará el momento en que no pocas páginas de los periódicos serán inútilmente dedicadas a especular sobre los candidatos a la presidencia en 1996. Yo voté por primera vez en las elecciones de 1940 y he pensado muchas veces que cualquiera que en 1939 hubiera aventurado los nombres de los cuatro futuros presidentes difícilmente habría aludido, como primero de ellos, a un hombre que pretendía algo sin precedentes como era ser elegido por tercera vez; como segundo, a un oscuro senador de Missouri; como tercero, a un entonces desconocido teniente coronel del ejército; y en cuarto lugar, a un muchacho que en aquellos momentos todavía estaba en la universidad. Así es como fueron las cosas. *Lord Xeynes* acertó cuando dijo que "Nunca ocurre lo inevitable. Lo que ocurre es lo inesperado" ("The inevitable never happens. It is the unexpected always").

Solo unos años atrás, algunos norteamericanos estaban tan categóricamente seguros del futuro desastre si no destrozábamos de inmediato a los rojos que llegaron a pedir una guerra nuclear preventiva. Esta gente intentó persuadir al gobierno de Estados Unidos para que se arrojara la bomba sobre Moscú en los años 50 y sobre Pekín en los 60. Gracias a Dios, esto no ocurrió; y nadie, hoy, incluidos los preventivos guerreros, lamenta que Norteamérica no lo hiciera.

El argumento utilizado para justificar tal guerra -según escribió *Andrei Sakharov* en sus memorias- es "erróneo por principio. Sabemos demasiado poco de las leyes de la historia. El futuro es impredecible. No somos dioses". No hay duda de que el Todopoderoso conoce el futuro, pero ha renunciado a confiarlo a los débiles y frágiles mortales. Y los mortales asumen grandes riesgos cuando usurpan el papel de los dioses. *Reinhold Nieburhr* solía advertir sobre "la profundidad del abismo en el que los individuos y las comunidades pueden caer... cuando intentan representar el papel de Dios en la historia".

Supongo que el anhelo humano por conocer el futuro es insaciable. Esto explica que los adivinos y los astrólogos, así como los lectores de cartas Tarot y de la palma de la mano proliferen tanto. Sin embargo, qué suerte tenemos de que el futuro frustre continuamente a aquellos que pretenden desvelarlo. Porque, si el futuro pudiera ser predicho, ¿qué interés tendría la vida? La predicción acertada, además, implica un universo determinista y convertiría la libertad humana en una ilusión. Es la misma indeterminación de las cosas la que nos lleva a creer que, dentro de ciertos límites, podemos labrar nuestro propio futuro. Por consiguiente, sigamos bendiciendo a la historia por poner en entredicho todas nuestras certitudes. Como dijo una vez el general de Gaulle, "no se debe insultar al futuro".

La inescrutabilidad de la historia sigue constituyendo el elemento que salva la libertad y la responsabilidad humanas. El error en las predicciones nos permite actuar como si nuestras decisiones tuvieran sentido. Porque nadie puede probar que no lo tienen, y no disponemos de otra manera de reivindicar la dignidad humana y de diseñar una existencia digna.

"La providencia no creó una humanidad plenamente independiente o enteramente libre", escribió *Tocqueville*. "Es verdad que alrededor de cada hombre se halla trazado un círculo

indestructible del que no puede salir. Ahora bien, en el amplio espacio de este círculo el hombre es poderoso y libre. Y lo que es cierto con el hombre lo es también para las comunidades".

### **La ampliación de las bandas de fluctuación del SME en la prensa de habla alemana.**

---

*Reproducimos primeramente la presentación de la medida por los medios en lengua alemana y a continuación los pareceres de algunos de ellos al respecto.*

#### **Referencia de las medidas adoptadas.**

Los ministros de finanzas y los presidentes de los bancos centrales, han decidido, en la noche del 1 al 2 de Agosto, ampliar los márgenes de fluctuación, permitidos en el SME desde el 2'25% - y el 6% - al 15%. Con ello desaparece, en una primera fase, la obligación que tenían los bancos centrales de apoyar las monedas más débiles. En los países ligados hasta ahora a la fijación de tipos de interés por parte del Bundesbank, se abre un margen para las reducciones de dichos tipos. Sólo el marco y el florín holandés, deben seguir acoplados de la misma forma que hasta ahora.

En las deliberaciones, que han durado dos días, había en primera línea dos opciones básicas para la reforma del SME: en primer lugar, la ampliación de los límites de fluctuación de las monedas del SME, y en segundo término, la suspensión, temporalmente limitada, de la obligación de intervención. Aunque esta ampliación, particularmente la renuncia a devaluaciones oficiales, no afecta a la esencia del SME, con el alcance de la flexibilización que se proporciona al Mecanismo de Cambios, y con ello a la parrilla de paridades, se intenta, al menos en parte, aprovechar las ventajas de la flotación. En especial, como se acaba de decir, la mayor libertad de movimientos del sistema de monedas múltiple ofrece mayores posibilidades para las reducciones de tipos de interés.

En una toma de posición de la Comisión sobre los acuerdos no se oculta una cierta preocupación, porque el margen de la banda crea el riesgo de devaluaciones competitivas. Con ello, quedarían amenazadas las conquistas del Mercado Interior, porque -como ya sucedió después de la retirada de la libra y la lira- se harán oír las voces de los diferentes sectores, que piden protección frente a las importaciones. Además, el reto de alcanzar los criterios de estabilidad del Tratado, sería mayor.

Junto a las dos opciones básicas para superar la crisis monetaria, los Doce han discutido diferentes soluciones intermedias. Así el Presidente de la Comisión *Delors*, había propuesto que se separaran por algún tiempo del Mecanismo de Cambios, sólo el marco y el florín holandés, lo que ha sido rechazado por varias delegaciones. En cambio, para alemanes y holandeses, esta idea parecía tener un cierto atractivo. En particular, el Bundesbank se hubiera librado así de una carga cada vez más costosa, por las notables compras de intervención, y cada vez más desagradable, por las constantes objeciones de París.

La sesión del Comité Monetario y de los Ministros de Finanzas de la CE, es convocada a iniciativa de Bonn el mismo fin de semana, y el Ministro de Finanzas alemán, declara que después de la batalla en favor de las bandas estrechas, se había llegado a la conclusión por parte de los países miembros, de que el lunes el comercio de divisas debería reanudarse en condiciones completamente distintas.

Técnicamente, existían muchas posibilidades para desactivar las tensiones del corsé monetario de la CE, cada vez más apretado, si bien el margen de maniobra, estaba limitado por el factor político. Así, una señal del Banco Federal, flexibilizando los tipos de interés, hubiera sido suficiente para amortiguar la presión en pos de una revaluación del marco. Pero para el Presidente de la entidad, esto no ha procedido. También hubiera sido un signo adecuado para el mercado, la suspensión del Mecanismo de Cambios, tal y como había propuesto un país, pero esta solución de "economía de mercado", no encajaba en el panorama político.

Tampoco ha sido objeto de consideración, la revaluación o devaluación de monedas, a causa de la oposición francesa. Había que buscar un camino intermedio, que ha sido la distensión de la parrilla de paridades que, de forma gráfica, supone un margen siete veces superior que antes. Para el tipo de cambio bilateral entre franco y marco, esto significa un potencial campo de maniobra del 30%.

Mención especial merece la posición particular del florín holandés respecto al marco. Nada cambia en la relación entre ambas monedas, es decir, en el reducido ancho de banda del 2,25%. No ha sido pues, la alianza franco-alemana, sino la germano-holandesa, la que ha subsistido sin daño alguno. Sea como fuere, se perfila ya hoy una nueva zona del marco, que junto al florín, incluye también al chelín austriaco y al franco suizo. Esta zona podría resultar pronto una unión monetaria más estrecha que el SME revisado.

#### **Repercusiones en algunos países.**

Vista desde Alemania, la decisión promovida por Bonn en Bruselas, supone una "liberación". Como ha declarado el Presidente del Banco Federal Alemán, *Helmut Schlesinger*, la autoridad monetaria, queda relevada, no "de iure" pero sí "de facto", y de momento, de la obligación de intervención. No es previsible que los márgenes de fluctuación ampliados, queden agotados y, por tanto, que las monedas blandas de la CE desciendan hasta los respectivos puntos de intervención. Por el contrario, según el Banco, las oscilaciones de los cambios, podrían mantenerse en el futuro, incluso dentro de límites más reducidos, contribuyendo así a una mayor estabilidad.

El Ministro de Finanzas, *Waigel*, se niega a aceptar la interpretación de que el SME haya sido ya superado. El objetivo sigue siendo la vuelta a anchos de banda menores, lo que se podría producir también de forma diferenciada sobre una base bilateral. Los países que se considerasen capaces de ello, se podrían incorporar de nuevo al bloque DM-florín, que se ha mantenido estable. Lo importante, según el Ministro, es que ahora con las nuevas bandas de fluctuación, se ha cortado la especulación.

Por otra parte, el Presidente del Bundesbank, ha criticado las excesivas esperanzas puestas en la entidad, en lo que toca a reducciones de tipos de interés, y que al no hacerse realidad, han agudizado finalmente la reciente crisis. Ha llamado la atención sobre aspectos negativos de la



evolución económica, tales como la tasa de inflación y el crecimiento de la masa monetaria, que no permiten una modificación súbita de la política monetaria.

En cuanto a Francia, parece que sus representantes han vuelto más bien descontentos de Bruselas. Los nuevos anchos de banda permiten ciertamente garantizar, de momento, la permanencia formal del SME, pero a cambio de que hayan quedado sin atender los deseos franceses. Habiendo renunciado el Bundesbank a la reducción del tipo de descuento -con lo que el franco quedaba sometido a la presión de los especuladores y toda la estructura de paridades del SME empezaba a tambalearse- el Gobierno francés había propugnado más bien una salida temporal del DM del SME.

Aunque no han faltado declaraciones en el sentido de que tanto Francia como Alemania, harían todo lo posible por salvar la paridad franco-DM, *Balladur*, ha valorado con un cierto tono de reproche la decisión alemana en torno a los tipos de interés como un paso político acorde con el espíritu de los demás países miembros. Sin embargo, el París oficial ha asegurado que el franco, a pesar de una pérdida inicial en su cotización, podría mantener su valor en los próximos días, como una de las monedas más sólidas del mundo.

Aunque lo peor -el derrumbamiento del SME- ha pasado, de momento, según parece, en París se es consciente de que el aumento del margen de fluctuación, equivale de hecho a una flotación. Por eso, para Francia, esta solución representa una situación transitoria únicamente, que ha de permitir considerar otros pasos para la defensa del SME y de la paridad entre el franco y el DM.

Centrándonos en Gran Bretaña, en la búsqueda de cabezas de turco responsables de la crisis del SME, han aparecido en el punto de mira la City londinense, junto a los inversores institucionales y los bancos de los Estados Unidos. Ha procedido de Francia el reproche de que un "complot anglo-americano" de especuladores en divisas, ha pretendido expulsar al franco del SME y derribar así todo el mecanismo.

En general, en Londres, los comentarios de la banca acerca del futuro del SME han venido siendo desde hace tiempo mucho más negativos que en Francia o Alemania, pero los banqueros de la City han rechazado la existencia de un tal complot. La actitud del Ministro británico de Finanzas, en lo que toca al SME, puede haber contribuido al clima tenso existente entre París y Londres.

En medios de los bancos de la City se ha elogiado el que el Bundesbank haya terminado siendo el fin de semana el auténtico vencedor. Ha rechazado cualquier concesión que le pudiera alejar de su política de estabilidad interna. En cambio, la prensa se ha seguido lamentando de la posición de *Schlesinger*, que con su errónea política monetaria, se ha convertido en el causante de las crisis en el mercado de capitales, y de algunas anteriores.

El Canciller del Tesoro Clarke está preocupado actualmente porque la ventaja en competitividad conseguida por Gran Bretaña con la devaluación de la libra, pueda resultar afectada por la pérdida de valor de las demás monedas europeas. Llegado el caso, habría que retocar a la baja los tipos de interés. A pesar de los mayores anchos de banda, la libra seguirá fuera del SME.

Por último, una referencia a los dos países de la Península Ibérica. Las monedas de ambos han sufrido nuevas aunque moderadas pérdidas. En el caso de la peseta, ha habido una

recuperación atribuida a las intervenciones del Banco de España. El escudo ha reaccionado sin movimientos bruscos. En la bolsa madrileña, ha habido reacción positiva y opiniones encontradas en cuanto a la inmediatez de las deseadas reducciones de los tipos de interés.

En la reciente crisis del SME, ni la peseta, ni el escudo, han estado en la línea de tiro. De todas formas, también se han encontrado bajo presión, ya que la situación real de la economía, particularmente en España, dejaba bastante que desear. Después de tres devaluaciones en España y dos en Portugal, los responsables de Madrid y de Lisboa, consideraban que los tipos de cambio eran realistas. Antes de las reuniones habían dejado traslucir que se opondrían a cualquier nueva devaluación. El Ministerio de Economía y Hacienda español, ha declarado, que aunque la extensión de las amplitudes de banda no responde a sus deseos, dificulta la especulación. Su colega portugués, se ha manifestado en el mismo sentido y ha añadido que una política de estabilidad eficaz y la creación de puestos de trabajo, exigen limitaciones en los presupuestos del Estado y moderación en las peticiones salariales. Lo que es igualmente válido para España, donde el Gobierno se ha visto confrontado con un ulterior deterioro de las cifras, tanto del presupuesto como del desempleo que, de acuerdo con datos de todas formas discutibles, ha llegado a una tasa de más del 22%.

#### **Opinión del "Frankfurter Allgemeine Zeitung".**

En el acontecer del mercado se calcula con magnitudes tangibles expresadas en cifras. En la política las categorías son más inciertas: lo que se maneja es la influencia y el prestigio, el honor y la vanidad. No hay duda de que el Gobierno Francés considera como una humillación la ampliación del margen de fluctuación en el Mecanismo de Cambios del SME, que ha conducido de momento a una caída del franco francés. Hace poco, se barajaba a media voz en París, la posibilidad de que dada la situación de la economía alemana y de las finanzas de Bonn, pudiera el franco francés asumir el papel de moneda básica en el SME. Ahora, pese a los enormes esfuerzos realizados en el campo económico, se ha perdido la batalla por la paridad fija con respecto al marco, batalla que se había elevado a la categoría de cuestión de honor.

El Gobierno Balladur, igual que el de su antecesor Bérégovoy, ha comprometido su prestigio en el "franco fuerte", por lo que con tanto más sentimiento se considera una derrota lo sucedido en Bruselas el fin de semana. En compensación, se señalará con un dedo más largo a Alemania en las próximas semanas: a Frankfurt y al Bundesbank, a Bonn y a la política financiera, en proceso continuado de acumulación de deudas. En el campo de los neogaullistas destacarán aquellos políticos que desean volver al antiguo sendero francés de más proteccionismo, más relanzamiento de la economía por el Estado, más inflación para reducir el desempleo -una cuenta de la lechera que ya conocen los alemanes desde los tiempos de Schmidt-.

Forma parte de las reglas de juego no escritas de las relaciones franco-alemanas el que ahora París exija de Bonn nuevas pruebas de lealtad y de solidaridad europea. El asunto que realmente se impone en estos momentos son las negociaciones en el GATT. Quizá podría ahora evitarse la controversia al quedar sumida la política por unas semanas en el paréntesis del verano.

.....

Las nuevas amplitudes de banda constituyen la adecuada y simple respuesta a una turbulencia que fácilmente hubiera podido convertirse en crisis de la Comunidad Europea. Los

ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales han tomado una decisión económicamente razonable y políticamente inteligente.

Ahora el Mecanismo de Cambios es lo suficientemente elástico para absorber los variados objetivos de la política económica y monetaria de los países miembros. Se mantiene con sus paridades medias para las monedas participantes. En el camino hacia la integración monetaria, la Comunidad se concederá, por así decirlo, una tregua en la adaptación impuesta por monedas estrechamente ligadas entre sí. Por motivos respetables, se renuncia a la rescisión del contrato monetario que -con justificación real o no- se considera paso importante en el camino hacia la Unión Política de Europa.

Con la interrupción de hecho del Mecanismo de Cambios la integración monetaria de Europa pasa a una situación de suspensión, lo que no es nada inquietante. La nueva mecánica del sistema -en gran medida, tipos de cambio flotantes en torno a valores medios fijados contractualmente -corresponde al proceso de búsqueda del modelo correcto de integración política con perspectivas de estabilidad permanente: en los objetivos se está más seguro que en los medios, ya que la voluntad de ligarse recíprocamente es mayor que la medida de la unificación de las instituciones y que la disposición a una transferencia definitiva de soberanía. Con las monedas pasa lo mismo: la Comunidad se desplaza hacia la Unión Monetaria, pero en el actual acuerdo de cambios adopta una actitud tan flexible como exijan las condiciones de partida distintas, las prioridades sociales de los objetivos y los proyectos de política económica.

Sería erróneo considerar la ampliación de los límites de fluctuación como un retroceso en los esfuerzos en pro de una Europa unida y en vías de integración económica y política. Con tipos de cambio flexibles no se ve afectada ni la Comunidad ni el prestigio de sus miembros que -en particular Francia- se esfuerzan con especial ímpetu por crear con estabilidad económica un buen fundamento para el edificio político que todavía ha de construirse. Precisamente bajo esta perspectiva ha sido una decisión inteligente hacer el sistema de tipos de cambio por medio de la gran amplitud de banda, tan flexible como si no hubiera paridades que defender, renunciando sin embargo a una rescisión formal del tratado monetario multilateral.

No se ha acordado -y también esto es inteligente- fecha alguna para la vuelta a los anchos de banda más reducidos. Sin embargo, la parrilla de las paridades monetarias -que inalterable se sigue cerniendo como un papel de calco sobre el Mercado Interior- es una exhortación a las políticas nacionales para no perder de vista el camino hacia la convergencia de los datos económicos y de las estrategias de la política económica. Facilita también la vuelta de los socios que, de todos modos, habían tenido dificultades en soportar las exigencias del reducido margen de fluctuación.

Con ello el acuerdo de Bruselas es también una respuesta anticipada a la cuestión de la Europa monetaria de diferentes velocidades. El modelo de la integración, aunque sólo se aplique al campo de la economía, requiere flexibilidad en el camino hacia el objetivo perseguido. La intuición que clama por una unión rápida y definitiva conduce al desconcierto. Ello también es visible en el campo monetario. La realización del Mercado Interior no puede marcar el final de todas las modificaciones de los tipos de cambio. Por el contrario, la coexistencia de un Mercado ya único y de una política todavía no unitaria sólo es soportable cuando los tipos de cambio pueden actuar como articulaciones móviles dentro de la mecánica del proceso de integración. El acuerdo de anchos de banda más amplios ha establecido las premisas para ello. La Comunidad puede ahora, sin excesivas tensiones internas, acometer los próximos pasos de la integración. En este sentido, también se ha adoptado en Bruselas una decisión importante.

### Opinión del "Süddeutsche Zeitung".

El SME atraviesa una crisis. La recientemente adoptada ampliación de bandas de fluctuación, lo único que hace es encubrirla superficialmente. El margen del 30% supone que las cotizaciones de las monedas pueden oscilar en la práctica libremente sin necesidad de intervención de los bancos centrales. Por supuesto que existen motivos objetivamente identificables de esta crisis. Uno de ellos es la política todavía restrictiva a que obliga al Bundesbank la relativamente fuerte pérdida de valor del dinero. También hay fenómenos inexplicables, como por ejemplo la prolongada especulación contra el franco francés cuando París tiene una tasa de inflación de hecho módica.

Queda claro que los mercados de divisas, en los que se mueven diariamente miles de millones en distintas monedas, hace tiempo han desplazado en su operatividad a los bancos centrales. A su capacidad de intervención casi siempre le toca las de perder ante estos enormes volúmenes de capital.

Nadie puede predecir si y cuando se volverá la especulación contra el marco alemán. Nuestra moneda se encarece por la revaluación frente a casi todas las monedas europeas. Mala noticia para los exportadores alemanes. Por otro lado, por medio de las monedas extranjeras devaluadas debería importarse estabilidad de precios. Los turistas alemanes también deberían apreciar que sus viajes fuera del país son más baratos. Sin embargo, no debe sobrevalorarse el alcance de este efecto estabilizador, ya que los factores de encarecimiento han tenido un origen fundamentalmente interno en los últimos meses.

La economía alemana ha venido funcionando relativamente sin problemas con el SME mientras le iban bien las cosas. Ahora, en su penoso camino para salir de la recesión las turbulencias son factores adicionales de inseguridad, especialmente para la exportación. Con ello es mayor el imperativo de controlar más estrictamente los costes.

.....

Aunque el SME se ha salvado formalmente, ya no es un acuerdo de monedas con tipos de cambio casi fijos. Aunque la mejor solución hubiera sido dejar totalmente libres -al menos temporalmente- los cambios, se ha adoptado la segunda opción mejor. Para el marco -y en esto insistía Francia- tampoco hubiera sido trágico que Alemania se hubiera salido por algún tiempo.

Así que la estructura monetaria, tan primorosamente forjada en 1979 en Bremen, todavía no se ha derrumbado. Pero lo cierto es que se tambalea. Los cambios oscilan ahora con un ancho de banda de prácticamente el 30% en total. El principio de los tipos de cambio fijos no es más que una coartada, aunque subsiste la obligación de intervención. En definitiva, un fracaso.

Pero esto tenía que suceder después de resistirse muchos años los miembros del SME a ajustar sus tipos de cambio a las circunstancias del mercado, haciendo de ello una cuestión de prestigio político. El SME solo podía funcionar a largo plazo con la condición de una adaptación constante. Porque es pura imaginación pensar que se puede mantener estable el cambio exterior de una moneda y al mismo tiempo manipular en el interior la política financiera, económica y

social de acuerdo con el capricho nacional. Este fue a principios de los setenta el error que motivó el fracaso de la estructura de cambios fijos de *Bretton Woods*. También el SME se puede hundir por la misma causa, aunque en este caso los cambios fijos sólo regían para un puñado de países europeos. La moneda europea ECU ciertamente que sólo conocerá el tipo de cambio exterior con relación a monedas de terceros países como el dólar y el yen. Pero sus constructores parten también de la suposición errónea de que podría lograrse una moneda aunque no hubiera política económica común. La crisis del SME constituye un mal presagio para la solidez de la proyectada moneda única.

Hablando de solidez, llama la atención en la turbulencia del SME que el DM alcance una cotización tan elevada, siendo así que en realidad es una moneda débil. La inflación alcanza un nivel del doble que en Francia. Evidentemente la confianza acumulada desde finales de los cincuenta es lo suficientemente importante para que se cumplan las expectativas de superación por parte del marco de las cargas de la unificación. En los mercados de divisas se tiene una memoria de elefante.

Hace pocos meses el panorama era completamente distinto. El DM estaba en declive y bajo sospecha de devaluación y en Francia se pensaba ya que la música de los tipos de interés se interpretaría en el futuro en París. En cambio, nuestra divisa ha salido fortalecida de este torbellino. Lo demostrarán las cotizaciones de las próximas semanas, aunque no se dispararán, lo que, por otra parte, es bueno desde el punto de vista de la coyuntura. Estas cotizaciones, gracias al ancho de fluctuación del 30%, pondrán igualmente de manifiesto que el SME se divide en dos bloques, uno de monedas duras y otro de monedas blandas -por un lado, el marco y el florín sobre todo, y por el otro, el escudo, la peseta y -asombrosamente- también el franco francés. Los países con monedas en cierto grado duras no quieren ligarse al franco, sino al marco que les garantiza estabilidad.

### Opinión del "Neue Zürcher Zeitung".

Este diario suizo, en su sección económica, se manifiesta del siguiente modo bajo este título: "¿Se ha conseguido la cuadratura del círculo?"

Un sistema de tipos de cambio fijos como el del SME funciona perfectamente si las economías que en él participan se mueven más o menos al mismo paso. Los problemas surgen cuando algunas de ellas registran perturbaciones de carácter económico que sólo pueden eliminarse mediante un "policy mix" que se separe del país que tenga la moneda guía. Sin embargo, el sistema se resiente en sus cimientos cuando es precisamente este país el país problema. Y desde hace algún tiempo éste es el caso. Alemania lucha después de la reunificación con problemas financieros descomunales y con una inflación comparativamente elevada. Con este telón de fondo se explica que el Banco Federal Alemán no quiera aflojar las riendas monetarias, que no pueda acometer un desmantelamiento masivo de tipos de interés. En cambio, en los principales países del SME los impulsos inflacionistas son débiles. Presionan con vistas a la recesión y desactivar el serio problema del desempleo, para que los tipos de interés reales alcancen niveles apreciablemente más bajos.

Esta notable divergencia de intereses entre la República Federal y la mayor parte de sus socios en el SME explica el por qué de las duras negociaciones el fin de semana en Bruselas, primero dentro del Comité Monetario de la CE y a continuación a nivel de ministros de hacienda y gobernadores de bancos centrales. Ha sido una especie de cuadratura del círculo, porque con

vistas a Maastricht era estrictamente necesario mantener vivo el SME. Desde el principio no había ninguna duda al respecto. El Ministro alemán de Finanzas, *Theo Waigel*, dijo: "Queremos encontrar, debemos encontrar y encontraremos una solución". Otros colegas de *Waigel* se manifestaron en idénticos términos al comienzo de las reuniones. Incluso el Ministro del Tesoro británico, *Kenneth Clarke* expresó la esperanza de que la sesión extraordinaria hiciera posible un acuerdo para asegurar la estabilidad monetaria en Europa. Aunque añadió que por encima de esto la prioridad era y seguía siendo la recuperación económica en los países acuciados por la recesión.

Claro que no habrían faltado recursos de política monetaria para impedir en el futuro las periódicas y repetidas perturbaciones especulativas en los mercados de divisas y al mismo tiempo proporcionar a países como Francia o España margen de actuación en la política de tipos de interés. La alternativa extrema habría sido el paso a los tipos de cambio flexibles o, por lo menos, la salida -temporal- del DM del Mecanismo de Cambios. Pero una chapuza es lo único que permitieron los escrúpulos relacionados con la política de integración, en concreto, los temores de que aquella salida del sistema no solo pudiera retrasar indefinidamente la Unión Monetaria, sino incluso poner en peligro el Mercado Unico de la CE. Con la importante ampliación de los márgenes de fluctuación puede que los Doce consigan evitar tormentas monetarias de verano. Sin embargo, si con los acuerdos de Bruselas se podrá o no salvar el proyecto de Maastricht, esto es algo que está ya en otra página.

### **El programa de austeridad del gobierno alemán.**

---

A lo largo de las últimas semanas la prensa en lengua alemana ha venido ofreciendo informaciones, comentarios y apreciaciones acerca del programa diseñado por el Gobierno alemán con vistas a la reducción y racionalización del gasto público, así como al estímulo del crecimiento de la economía. Los recapitulamos en los párrafos que siguen, prestando particular atención a los pareceres e impresiones críticos acerca de tales medidas.

.....

El 28 de Junio los principales políticos de la coalición gubernamental se ponen de acuerdo sobre un programa de austeridad y ahorro presentado por el Ministro de Finanzas *Waigel* que también incluye medidas para fomentar el crecimiento económico. Se prevé el recorte de prestaciones y subvenciones que ha de suponer para la Federación un ahorro de 20.000 millones de marcos en 1994 y 27.000 millones de marcos en 1995. A ello se añade un ahorro, en el caso de los estados federados y de los municipios, de unos 4.000 millones de marcos el año que viene y de casi 7.000 millones en 1995. Con ello consigue *Waigel* el objetivo de ahorro perseguido y al mismo tiempo tomar en consideración las exigencias del partido liberal en cuanto a disposiciones de fomento del crecimiento. Los recortes afectan con, 14.000 millones de marcos, a los presupuestos de la Administración Federal de Trabajo y del Ministerio Federal de Trabajo.

En el programa se incluye la decisión de prolongar más allá de la presente legislatura la moratoria según la cual sólo pueden arbitrarse nuevas prestaciones si al mismo tiempo se introducen los correspondientes recortes en el gasto en otras partidas. El crecimiento del gasto deberá reducirse durante algunos años a la mitad del aumento del PIB. De momento esto significa un incremento del gasto del 3% anual. Otras subidas de impuestos, exceptuando la proyectada del impuesto sobre carburantes, no tendrán ya lugar en atención a la coyuntura y al crecimiento. Los incrementos ya aprobados desde la unificación se cifran en 65.000 millones de marcos referidos a 1995. Los aumentos de gravámenes sociales aprobados y previsibles ascienden a 51.400 millones de marcos. Con ello la carga impositiva entre 1991 y 1994 sube en total en 115.000 millones de marcos al año, es decir, un buen 3,5% del PIB.

En 1993 la presión fiscal, al alcanzar un 42%, está aproximadamente 1,5 puntos porcentuales por encima del máximo de 1977. En el documento que contiene el programa se señala que en las actuales circunstancias económicas no es aconsejable que siga subiendo el recurso al crédito por parte de la Federación.

Para reactivar el crecimiento económico se reconsiderará la proyectada limitación de la amortización decreciente de las inversiones en equipos. El Estado, los "länder" y los municipios, los Ferrocarriles Federales y la Administración Postal deberán anticipar, en lo posible, sus inversiones al primer semestre de 1994. Los recursos destinados al fomento económico regional se incrementarán, incluyendo los fondos comunitarios, en 600 millones de marcos.

Como se acaba de señalar, el peso del programa recae sobre los presupuestos de los órganos de la administración laboral y afectan a los subsidios de desempleo y otras ayudas a la población activa. También se establece una congelación de los sueldos de los funcionarios para 1994, se aplaza a 1995 la reforma social agraria y se dejan invariables durante dos años los presupuestos de investigación y ayuda al desarrollo.

Las medidas de carácter fiscal se concentran en la lucha contra el fraude.

Este programa de austeridad ha encontrado un fuerte eco crítico. La Presidencia de la SPD ha manifestado que las propuestas de recorte de gastos del serían totalmente rechazadas por su partido, ya que representaban el intento de solucionar la situación calamitosa de la Hacienda ocasionada por el Gobierno a costa de los trabajadores. La Federación de Sindicatos ha dicho que desde la crisis mundial de comienzos de los años treinta nunca se había intervenido de una forma tan masiva en las prestaciones a favor de los desempleados. También ha habido una reacción negativa desde los estados federados del Este ante el temor a las graves consecuencias, entre otras medidas, de la reducción en un 3% del subsidio de desempleo en una parte del país en la que el paro afecta a una proporción importante de la población.

En los medios de comunicación a raíz de conocerse el acuerdo, los juicios han sido más equilibrados, por ejemplo del tenor siguiente.

Si se tratará exactamente o no de 20.000 millones de marcos, lo cierto es que el Gobierno se toma en serio por primera vez desde la reunificación la experiencia del año. En realidad, ya era hora. Está en juego algo más que el prestigio del Gobierno. Los déficit públicos, en ascenso vertical, han erosionado la credibilidad de las promesas de estabilidad de la política económica y financiera alemana representadas por el marco. El retroceso del tipo de cambio de esta divisa no es dramático e incluso beneficia a la exportación. Pero cuando en los mercados internacionales de capitales se empieza a preguntar si un Gobierno conseguirá todavía limitar el

déficit del Estado, entonces se exigen aumentos de los tipos de interés como cobertura del riesgo. Esto, a su vez, impulsa la carga del servicio de la deuda, origina aumentos de impuestos, descabala las cuentas de las inversiones, destruye más puestos de trabajo, en definitiva, da lugar a una espiral que conduce cada vez con mayor rapidez a la crisis. En esto, y no en los saldos financieros o en las abstractas cuotas de crédito, reside el verdadero peligro del desbordante endeudamiento del Estado. El Gobierno de coalición no ha echado con excesiva antelación el freno de emergencia. Claro que la política de austeridad sería más convincente si el Gobierno diera a entender que lo que le interesa no es una medida de emergencia a plazo limitado, sino la modernización del Estado social. Pero éste no es el caso, porque el sistema de asistencia, financiado colectivamente y organizado por el Estado, se seguirá ampliando. Como el Gobierno es expresamente partidario de la ideología de lo colectivo y eleva el efecto de distribución a la categoría de criterio esencial de la política financiera, no debe asombrarse de que ahora se critiquen con vehemencia los planes de ahorro y, en particular, el recorte de las prestaciones de desempleo y ayuda social.

Otros comentarios se ajustan a las líneas que a continuación se extractan.

Una ola de indignación cae sobre la coalición porque va a acometer reducciones en los gastos sociales. Pero ninguno de los críticos aporta ideas sobre la forma de acabar con los déficit del Estado. Y ello se explica, porque no hay otro camino que una rigurosa política de ahorro que incluya desde luego las prestaciones sociales.

Siempre es instructivo referirse a los hechos. Desde 1990 la participación del Estado en el Producto Social se ha disparado, alcanzando el récord del 52%, después de que en los años anteriores había venido siendo trabajosamente comprimida desde el 50% al 46%. La consecuencia han sido mayores gravámenes y créditos en un grado sin precedentes en tan poco tiempo. Hay que tener en cuenta al respecto que las prestaciones sociales han de continuar aumentando sólo a causa del creciente número de personas mayores. Si se sigue ahora apretando la tuerca de los impuestos, se conseguirá un cierto rechazo hacia el trabajo y que capitales y empresas se vayan del país. Quien quiera fomentar el bienestar social y evitar una crisis permanente deberá tener esto en cuenta.

Tampoco puede seguir ampliándose el recurso al crédito. La Federación tiene ya hoy una enorme carga en concepto de deuda. En intereses tendrá que pagar en 1993 más de 55.000 millones de marcos, un 13% del gasto total. En 1995 deberá hacerse cargo de la masa de la quiebra de la antigua República Democrática, lo que incrementara en otros 40.000 millones de marcos los desembolsos por intereses. De aquí a 1996 la carga de intereses de la Federación ascenderá a por lo menos 100.000 millones de marcos -un 20% del gasto total- algo impracticable desde el punto de vista de la política financiera.

Waigel lo que pretende es que el nuevo endeudamiento no rebase en 1994 los 70.000 millones de marcos, objetivo moderado, dada la situación por la que atraviesa la Federación. Lo reconocen los críticos que, sin embargo, se revuelven contra la reducción de los gastos sociales. A ello hay que responder diciendo que, a pesar de tal disminución, el aumento de estos gastos aún será del 4%. Por tanto, está fuera de lugar hablar de desmantelamiento del aparato social.

Sin embargo, sin el recorte de los gastos sociales no es posible sanear el presupuesto federal. Si se computan todos los gastos de carácter social -los de la administración federal de trabajo y otros- la Federación destina un tercio del presupuesto total a fines sociales. Por tanto, fracasará en la tarea del saneamiento financiero quien no quiera introducir disminuciones en



estas partidas. Y sólo se pueden practicar recortes en los casos de aquéllos que reciben prestaciones de carácter social. Las reducciones del seguro de desempleo son duras para los afectados, pero no se trata sólo de ahorrar, sino de incrementar los incentivos para el trabajo.

Puede discutirse sobre las medidas concretas del programa de austeridad, pero lo cierto es que el volumen total está calculado más bien con moderación. En el pasado se han cometido errores en la política financiera. Pero de nada sirven las lamentaciones sobre las omisiones. Ahora hay que actuar y quien quiera impedirlo llevará al país a la crisis económica, financiera y política y no se comportará socialmente, sino con falta de responsabilidad.

Para concluir, debe señalarse que, a pesar de las fuertes protestas de la oposición, de los sindicatos y de otras instituciones, el Gobierno de Bonn aprueba el 11 de Agosto el paquete de medidas de austeridad destinadas a sanear las finanzas del Estado, con lo que el programa de ahorro, incluido ya en el proyecto de presupuestos para 1994, inicia la vía parlamentaria.

---

### **Los nuevos planteamientos en la política de materias primas.**

---

#### *Vestigios de un experimento fallido*

Sobre este tema la prensa suiza y alemana ha ofrecido una serie de consideraciones que se recapitulan y extractan en lo que sigue.

En Mayo de 1976 los países miembros de la UNCTAD deciden, en una conferencia celebrada en Nairobi, la creación de un Fondo Común para la estabilización de los precios de las materias primas. Anteriormente, en 1973, la OPEC había multiplicado por cuatro el precio del petróleo a raíz de la Guerra de los Seis Días, y en 1974 los países en desarrollo, apoyados por los votos del bloque soviético, aprovecharon la ocasión de la Asamblea General de las Naciones Unidas para propagar la idea de un "nuevo orden económico mundial". Se trataba de reflejos de la fe en la eficacia de los acuerdos de precios de tipo cartelario y de la posibilidad de conseguir, a través de medidas dirigistas, una "mejor" distribución del bienestar entre el Norte rico y el Sur pobre. Después los portavoces del "Grupo de los 77", que pretendían representar los intereses del Tercer Mundo, plantearon exigencias cada vez más radicales dirigidas a las naciones industrializadas. Una de ellas tenía como objeto un programa integrado de materias primas en cuyo centro debía figurar el citado Fondo.

Las negociaciones sobre la creación del Fondo Común resultaron ser largas y duras prolongándose hasta el comienzo de los años ochenta. Su objetivo debía ser alcanzar, para dieciocho materias primas diferentes, precios razonables y estables. Simultáneamente se perseguía un aumento de los ingresos por exportaciones en beneficio del Tercer Mundo, así como una diversificación de sus estructuras productivas. Mientras tanto, el resultado final quedó bastante por debajo de las pretensiones iniciales, al asignarse al Fondo únicamente dos funciones. En primer lugar debía prestar su contribución para financiar los "stock" compensatorios de cada uno de los acuerdos sobre materias primas, los llamados "buffer stock". A tal efecto, se preveía una "primera ventanilla". Por medio de una "segunda ventanilla" se pretendía financiar otras medidas relacionadas con las materias primas, así la investigación y el desarrollo,

las mejoras en la productividad o las técnicas de comercialización más eficaces, pensándose, en especial, en los países en desarrollo más necesitados.

Más duro que las negociaciones fundacionales fue el procedimiento de ratificación. Tuvieron que pasar casi seis años hasta que 90 miembros cumplieran este requisito y dos años más para el ingreso de la antigua Unión Soviética y de sus satélites. Los Estados Unidos nunca ratificaron el Acuerdo y mientras tanto lo han abandonado tanto Canadá, como Australia y Nueva Zelanda. Actualmente el Fondo Común cuenta además de con la CE, con 105 estados miembros. De acuerdo con los estatutos, está dotado de contribuciones obligatorias, por un importe de 470 millones de \$, y cuenta con aportaciones voluntarias en cuantía de 280 millones de \$. En el pago efectivo de estas aportaciones se registran de todas formas grandes retrasos. Como sede del Fondo se eligió Amsterdam donde inicia su actividad en Junio de 1989. En estos momentos trabajan 23 personas de 13 países en la Secretaría. Como primer, y de momento único, Director actúa el indonesio Budi Hartantyo.

El concepto de los "stock" compensatorios para estabilización de los precios de las materias primas topó desde el primer momento con críticas. Por un lado, el problema de dichos "stocks" no está en la escasez de medios de financiación, sino en otras cuestiones como las opiniones divergentes sobre márgenes de precios y cuotas de exportación, sobre existencias máximas dentro de los "stocks" o sobre medidas adecuadas para orientar la producción. Un experto en cuestiones internacionales relacionadas con las materias primas ha calificado el punto de partida del Fondo Común como una especie de proyecto apisonadora que pasa por alto no sólo la escasez de los recursos mundiales, sino también la eficacia de la burocracia internacional y de la de la mayor parte de los países en desarrollo. Esta apreciación no ha perdido hasta hoy nada de su significado.

Esta clase de temores se han confirmado plenamente en el caso del Fondo Común. En vista de la circunstancia de que todos los acuerdos internacionales sobre materias primas basados en apoyos a los precios -como, por ejemplo, los del cacao, café o estaño- han fracasado y que el relativo al caucho natural -el único acuerdo con "stock" compensatorios que queda- no necesita del Fondo, la primera "ventanilla" nunca se ha utilizado. Consecuentemente tampoco ha tenido empleo el capital disponible y comprometido. En opinión del Gobierno alemán, puede apreciarse además una especie de desilusión en lo que toca a estos acuerdos sobre materias primas. Cada vez más se perfila entre los países industrializados y los países en desarrollo la tendencia a acuerdos que posibiliten una mejor previsión de la evolución de los precios a medio plazo, sin ofrecer falsos estímulos al aumento de la oferta. Son sobre todo, sin embargo, la mayor parte de los países de la OCDE los que han perdido interés en la primera "ventanilla", de tal manera que deben reconsiderarse las vías de utilización de los recursos existentes.

Pero tampoco ha destacado por un dinamismo extraordinario la segunda "ventanilla". En sus cuatro años de existencia se han acometido once proyectos por un importe de unos 12 millones de \$ de los que el Fondo sólo ha financiado 8 millones de \$. Según parece, otros once proyectos se encuentran próximos a su realización. Los responsables en la materia explican el lento ritmo por las dificultades de puesta en funcionamiento, como sucede con cualquier organización internacional. A esto hay que añadir la necesidad de acumular primero experiencia, también por parte de los potenciales clientes -ante todo por parte de las organizaciones internacionales de materias primas como por ejemplo las del cacao, las bananas o la caña de azúcar. Habrá que ver si ante este telón de fondo se hacen realidad las esperanzas de una pronta iniciación de las actividades ordinarias. En cualquier caso parece que se han allanado las vías de decisión y ha mejorado la calidad de las propuestas de proyecto. También da la sensación de haberse

normalizado la relación entre los gastos de administración y la financiación de los proyectos que al principio era totalmente insatisfactoria y había despertado fuertes críticas por parte de algunos países miembros.

Sea como fuere, se plantea la cuestión acerca de las opciones razonables. En el mismo Fondo está, en primer término, la posibilidad de aplicar los recursos de la primera "ventanilla" a la segunda. A través de ésta podrían financiarse, por ejemplo, la formación en el empleo de instrumentos de comercialización o en la preparación de la documentación de los proyectos. En Suiza se estima más bien que el Fondo podría orientarse cada vez más hacia el problema de la cobertura de riesgos. En concreto hace tiempo se ha creado un grupo de expertos que trabaja en una posible reorientación de las tareas del Fondo y que en Septiembre presentará sus recomendaciones. No parece que se contemple de momento oficialmente la posibilidad de cerrar las "ventanillas" del Fondo. Los responsables llaman la atención principalmente sobre el hecho de que el Fondo se diferencia de todas las organizaciones internacionales en la medida en que patrocina un planteamiento referido específicamente a las materias primas y no a los países. Y de los diplomáticos del Tercer Mundo puede escucharse de vez en cuando el punto de vista de que la justificación del Fondo no es ciertamente sublime, pero que esto podría modificarse tarde o temprano.

En la última Cumbre Económica Mundial celebrada en Tokio los japoneses han lanzado la idea de un grupo que se ocupara de los precios de las materias primas. Esto exigiría nuevos enfoques, pero no ha quedado claro en qué dirección deberían apuntar. Que de nadie partiera la propuesta de asignar este cometido al Fondo Común demuestra el modesto alcance que le atribuyen sus principales accionistas. Ante este telón de fondo se plantea justificadamente la cuestión del futuro de una organización internacional que hasta ahora apenas ha hecho su aparición y que probablemente seguirá manteniéndose en la sombra. Ciertamente son modestos los recursos manejados si se los compara con los de otras instituciones. En vista de los problemas financieros con los que luchan prácticamente todos los países industrializados y de las nuevas prioridades tanto de los consumidores como de los productores de materias primas, el cierre de las "ventanillas" del Fondo ciertamente que no sería ninguna catástrofe. Y si -por las razones que fueran- no es posible decidirse por un paso así, queda siempre el recurso de investigar si no cabría trasladar, en beneficio de una mayor eficacia, los cometidos y capítulos del Fondo a otras localizaciones como el Banco Mundial o el Programa de Desarrollo de las Naciones Unidas (UNDP) para, al menos, aminorar el riesgo de costosas interferencias y aprovechar mejor que hasta el presente las sinergias.

### **Los ingleses creen en la recuperación.**

---

*Esperanzas puestas en la Bolsa. (Frankfurter Allgemeine Zeitung, edit. de Bettina Schulz).*

No puede en absoluto hablarse de flema británica, ya que nunca las cotizaciones han estado tan altas como en estos días. Desde la crisis del SME alcanzan cada día nuevos niveles récord. Este auge es tanto más digno de atención cuanto que los precios de las acciones se habían ya disparado después del abandono del Sistema por parte de la libra en Septiembre de 1992 y hasta

---

Marzo de 1993, aumentando un 30%. En aquella ocasión el alza de las cotizaciones se explicó por la euforia producida por la reanimación de la coyuntura en Gran Bretaña. Pero ¿qué ha sucedido con la subida reciente en el mercado de acciones inglés?

Las expectativas, en lo que toca a la marcha de la coyuntura, vuelven también en esta ocasión a jugar un papel importante. Gran Bretaña está asombrosamente segura de los indicios de recuperación. Además los compradores de acciones británicas esperan que la crisis del SME desencadene fuertes caídas de los tipos de interés y restablecimientos de la coyuntura en los demás países europeos. Esto -es la opinión generalizada- podría beneficiar a la exportación de las empresas británicas.

También ha sido decisivo para este ascenso el que la menor rentabilidad en el mercado de empréstitos y las expectativas de tipos de interés en continuado descenso hayan estimulado a los inversores a la adquisición de títulos de renta variable. Al mismo tiempo, afluye en estos momentos a los fondos de inversión británicos una masa de liquidez que en mayor proporción que antes se invierte en acciones inglesas.

¿Puede pues asegurarse que Gran Bretaña tenga ante sí una recuperación de la coyuntura sólida y persistente y que las empresas británicas puedan por fin sorprender de nuevo a sus accionistas con incrementos claros de beneficios y dividendos? Los expertos pintan un cuadro algo menos atractivo. Es cierto que se ha iniciado la reanimación de la economía británica, pero la Federación de la Industria Británica previene contra una euforia excesiva. Y ello no sin razón, ya que, aunque la producción en los pasados meses, y por vez primera después de varios años, ha vuelto a aumentar, muchos empresarios advierten que el restablecimiento de la coyuntura es débil y que las carteras de pedidos experimentan una mejoría lenta únicamente. Si bien las empresas confirman que los consumidores han comprado en los últimos seis meses más que antes, el comercio modera la satisfacción del Gobierno y advierte que ello se debe también a las drásticas reducciones de precios de las anticipadas rebajas del final del verano. Tampoco están las empresas contentas con la producción industrial. Con vistas a la mejoría de la coyuntura, el sector comercio ha aumentado sus "stock", pero como la demanda ha sido menor de lo esperado, habrá que reducir los volúmenes almacenados antes de que se pueda producir a mayor ritmo.

Sin embargo, el motivo principal por el que la industria espera de momento sólo una recuperación tímida lo constituye la debilidad de la exportación. En los pasados cuatro meses las empresas británicas han podido ciertamente incrementar sus ventas al exterior, lo que, dada la mayor competitividad de las mismas apenas si constituye un mérito. Porque el tipo de cambio de la libra sigue cotizando un 11% por debajo del último cambio que correspondía a la libra cuando salió del SME. Al mismo tiempo, el desempleo y la débil posición de los sindicatos han permitido a las empresas moderar los costes salariales unitarios y mejorar ostensiblemente su productividad.

Ahora bien, a pesar de la superior competitividad, las perspectivas de exportación de la industria británica han empeorado, si se atiende a las lamentaciones de las empresas. Finalmente, la mitad de las ventas al exterior va a países castigados por la recesión, como es el caso de Alemania, Francia, Italia y Holanda. En ellos la situación económica es tan mala que ya no sirve ni la excelente posición de los británicos en lo que se refiere a la competitividad. Hace unos días la Federación Británica de la Industria informó de que por ello las empresas están tan poco convencidas de una próxima recuperación que seguirán reduciendo los próximos doce meses sus inversiones en edificaciones y maquinaria. Los industriales británicos consideran

que con este telón de fondo debe reprimirse un tanto la alegría originada por la moderada tasa de inflación. El reducido coeficiente de incremento de precios es -se dice- menos un mérito de la sensibilidad del Gobierno que el efecto de la recesión que impide a las empresas subir los precios.

En vista del escepticismo de la industria británica no es de extrañar que muchos inversores no se fíen de la marcha de las cotizaciones. Estas se han encaramado a niveles tan altos que la rentabilidad de los dividendos ha caído hasta un 3,7%. Por lo general, ésta suele estar entre el 4% y el 6% en la bolsa británica. El aumento de los dividendos tendría que ser muy fuerte para que se justificaran las altas cotizaciones de los títulos de renta variable. Sin embargo, en el año en curso no se puede contar con un crecimiento esperado de los dividendos del 6%.

Es evidente que los inversores acuden al mercado británico de acciones no principalmente porque estén convencidos de las buenas perspectivas de beneficios de las empresas británicas. Más bien canalizan sus recursos hacia el mercado de acciones esperando un acusado debilitamiento de la rentabilidad en los mercados monetarios y de capitales, dando preferencia -bajo el lema de que entre los ciegos el tuerto es rey- al mercado de acciones británico, ante la incipiente recuperación coyuntural.

Queda por ver si las esperanzas se convertirán en realidad. Si los inversores se vuelven a centrar en la valoración fundamental de las acciones y si los descensos esperados de los tipos de interés y de las rentabilidades no son tan drásticos como puede parecer desde la perspectiva actual, podrían asistir a un ajuste de cotizaciones en el mercado británico de acciones. Sin embargo, esto no significa que esté ya programada una próxima caída en la bolsa. De todas formas, los británicos consideran que sus expectativas no carecen de fundamento.



# ARTICULO DEL MES

---

MERCADO INTERIOR Y MONEDA UNICA

Renate Ohr, en *Frankfurter Allgemeine Zeitung*





## MERCADO INTERIOR Y MONEDA UNICA

---

*Renate Ohr<sup>(\*)</sup>*

**Mientras no haya una Unión Política en Europa, la Unión Monetaria hace peligrar la integración y las conquistas del Mercado Interior.**

*Con la reforma del Sistema Monetario Europeo los ministros de Hacienda de la Comunidad han adoptado una decisión económicamente razonable y políticamente inteligente. En efecto, la mayor amplitud de banda confiere al SME una mayor flexibilidad, las tensiones económicas pueden descargarse en tipos de cambio móviles, en lugar de en erupciones de índole especulativa, las libertades del Mercado Interior, en lo que toca a las mercancías, no se encuentran amenazadas por un rígido corsé monetario. A la luz de la experiencia derivada de los tipos de cambio flexibles, debería igualmente reconsiderarse la decisión de convertir a la Comunidad en una Unión Monetaria antes de haberse creado la Unión Política. La Profesora Renate Ohr, Directora del Instituto de Economía Política de la Universidad de Hohenheim, mantiene la tesis de que sin las condiciones constitutivas de la Unión Política el Mercado Interior podría prescindir más fácilmente de las ventajas de una moneda única que de la flexibilidad en las relaciones monetarias entre los países miembros.*

En los debates en torno al Tratado de Maastricht se topa una y otra vez con el argumento de que el fracaso del mismo pondría también en peligro el Mercado Interior Europeo. Para ilustrar esta tesis se aportan visiones verdaderamente catastrofistas -la de una Comunidad Europea en descomposición, la de la quiebra de las relaciones comerciales y financieras en el seno de la CE y la de la vuelta a planteamientos y comportamientos de tipo nacionalista. Por algunos políticos y funcionarios de la Comunidad se practica al respecto -algunas veces a falta de un mejor saber y entender- un alarmismo tan absurdo como peligroso que a menudo deja escaso margen a la argumentación realista, situando en primer término, en lugar de nexos de causalidad económica, flores retóricas tales como la de que paralización significa retroceso".

Sin embargo, ¿cuál es la relación económica que existe de hecho entre la conclusión del Mercado Interior y la introducción de la Unión Monetaria? ¿Es que un Mercado Común también es operativo en ausencia de la moneda única? Y, por último, ¿qué consecuencias se derivarán para el Mercado Común si la Unión Monetaria se establece demasiado pronto, es decir si se establece espacio monetario no óptimo?

---

(\*) Publicado en el *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (15-9-93)

Para dar respuesta a estas cuestiones es importante, en primer lugar, describir el "status quo" de la cooperación económica en la CE. La Comunidad ha alcanzado hoy un nivel de integración que, en esta forma, puede decirse que es único a nivel mundial para un grupo de estados por lo demás todavía soberanos. En los últimos cuarenta años ha surgido un mercado de productos industriales libre de aranceles para más de 350 millones de personas de doce países. A ello hay que añadir la libertad de movimientos de la mano de obra y la eliminación de obstáculos a la circulación de capitales. A pesar de todo, el comercio de bienes y servicios no estaba totalmente liberalizado todavía, ya que subsistían reglamentaciones nacionales (por ejemplo, las de los diferentes impuestos sobre el volumen de negocios o sobre el consumo) que seguían haciendo imprescindibles los controles fronterizos.

La realización del Mercado Interior de la CE, acordada en 1986 con el Acta Europea Unica persigue la eliminación de las barreras comerciales aun existentes y con ello la consecución de las cuatro libertades fundamentales: la libertad de movimientos de mercancías, servicios, capitales y mano de obra (incluida la libertad de establecimiento de empresas).

### **Un nuevo marco para las economías.**

Con el fin de posibilitar la abolición de los controles fronterizos debía tener lugar antes del 1 de Enero de 1993 una armonización o reconocimiento recíproco de normas técnicas referentes a productos industriales, de reglamentaciones medioambientales y de prescripciones sanitarias (los llamados obstáculos comerciales no arancelarios), así como una igualación de impuestos sobre el valor añadido y de impuestos sobre el consumo. Debía mejorarse el reconocimiento recíproco de títulos profesionales a fin de seguir facilitando las migraciones de mano de obra. En el sector de los modernos servicios subsistían todavía una multiplicidad de regulaciones nacionales y de exclusiones de oferentes no nacionales que debían suprimirse a través de una mayor desregulación y apertura recíproca de mercados en los sectores de la banca, seguros, transportes, telecomunicaciones, cine y televisión. Finalmente también estaba previsto terminar con las posibilidades de discriminación frente a ofertantes de otros países de la CE en el campo de la contratación pública.

Así que el principio fundamental del Mercado Interior de la CE es primariamente la liberalización y desregulación de los mercados de mercancías y factores. El Mercado Interior en sí mismo no significa el diseño de más decisiones centrales por parte de los burócratas comunitarios. Al igual que las anteriores medidas para la profundización y ampliación de la CE, en los últimos cuarenta años evoluciona, en cambio, fundamentalmente hacia la integración de los mercados -de los mercados de bienes, de servicios, de trabajo y financieros. Debido a la creciente interdependencia de los mercados, las economías se fusionan, surgiendo también una cohesión social en Europa.

El Mercado Interior puede interpretarse así como el último escalón de la integración de mercados. Sus ventajas económicas descansan en los mecanismos de eficacia de la competencia. La producción gana en eficiencia por la creciente especialización de cada país sobre la base de sus ventajas comparativas. La ampliación de los mercados gracias a la supresión de los impedimentos de carácter comercial todavía existentes da lugar a ventajas adicionales derivadas de la producción en gran escala. Frente a los países terceros la consecuencia es una posición comercial más sólida y, por tanto, una mejora de la relación real de intercambio. La creciente competencia promueve el progreso técnico.

El Mercado Interior se ha culminado, según estaba previsto, el 1 de Enero de 1993, en un buen número de capítulos. En el aspecto jurídico, está cubierto en múltiples aspectos, ello con independencia del Tratado de Maastricht. Apenas compromete en sí mismo recursos presupuestarios con lo que está ligado sólo en pequeña medida a las intenciones de financiación de los países miembros. En su lugar, pone a disposición de los ciudadanos más libertades, de forma que está asegurado en lo esencial, el grado de aceptación por parte de la población. El nivel de integración alcanzado hoy en la CE por un Mercado Interior ampliamente concluido no está sujeto a discusión a causa de la decisión sobre el Tratado de Maastricht y es también independiente de la existencia o no de una moneda común.

La proyectada Unión Monetaria supone, en cambio, un nuevo paso cualitativo en el proceso de integración europea. Significa la centralización de las decisiones en materia de política monetaria por las que se excluye la competencia de las monedas y de las instituciones monetarias. La incorporación a una Unión Monetaria altera decisivamente el marco del ordenamiento de las economías que en ella participan. Los países adheridos renuncian en la totalidad del ámbito monetario a la soberanía nacional. Así se pasa de la integración de mercados existente, a la llamada integración institucional o integración política.

#### **Un aspecto decisivo: la supresión de barreras.**

¿Qué ventajas podría tener la Unión Monetaria con vistas a la operatividad del Mercado Interior? La moneda única comporta básicamente, como es natural, menores pérdidas friccionales en los pagos internacionales. En una Unión Monetaria están ausentes, en el tráfico comercial y de capitales intracomunitario, las tasas o comisiones en el cambio de divisas, los costes en el seguro de cambios o los gastos de información acerca de la futura evolución de los tipos. La desaparición de estos gastos costes de transacción puede potenciar la integración de los mercados de bienes y factores. La ausencia del riesgo monetario podría mejorar la división internacional del trabajo; la ausencia de expectativas de modificación del tipo de cambio reduce el peligro de que el capital sea objeto de canalización errónea. En la medida en que existan todavía monedas nacionales, en cambio, nunca podrán eliminarse al cien por cien el riesgo de convertibilidad y el riesgo de cambio y los niveles de tipos de interés de cada país se diferenciarán por las primas de riesgo. De todas maneras los análisis empíricos demuestran que los tipos de cambio fijos no pueden, en comparación con los variables, promover la intensificación del comercio exterior, de modo que, en conclusión, el riesgo de alteraciones en los tipos de cambio en apariencia no influye decisivamente sobre los intercambios. Así en los años ochenta el comercio entre los países participantes en el SME ha crecido más débilmente que el comercio de estos países con los no adscritos al Sistema, tanto europeos como extraeuropeos. Igualmente para la integración de los mercados financieros es menos importante la eliminación del riesgo de cambio que la del riesgo de convertibilidad. Lo esencial es, por tanto, un orden monetario internacional operativo que excluya controles de divisas y restricciones a la convertibilidad.

Si más allá de esto hay un sistema monetario de tipos de cambio fijos pero ajustables, como es el caso del SME, queda eliminado el peligro de oscilaciones especulativas de los tipos de cambio. Pero al mismo tiempo -por la posibilidad de ajustes cambiarios puntuales- se reduce el riesgo de continuas valoraciones reales erróneas. Se dan tales valoraciones cuando las paridades permanecen bloqueadas pese a que las economías registren evoluciones diferenciadas, por ejemplo, en lo que se refiere a las tasas de inflación, a los tipos de interés o a los saldos de la balanza por cuenta corriente.

Si se introducen oportunamente y por cortas etapas, los retoques necesarios en los tipos de cambio, se evita que surjan movimientos especulativos de capitales.

La idea directriz del Mercado Interior la constituye la supresión de obstáculos comerciales con el fin de alcanzar, sobre la base de una competencia ilimitada de demandantes y oferentes, la intercomunicación creciente de la totalidad de los mercados europeos. La existencia de monedas nacionales diferentes es en este contexto uno de los más insignificantes de estos obstáculos. Por ello, más esencial que la introducción de una moneda común es la eliminación de otras medidas y regulaciones nacionales existentes que distorsionan la competencia -por ejemplo, los diferentes impuestos sobre vehículos, los distintos tipos de impuesto sobre el valor añadido cada una de las reglamentaciones del mercado de trabajo.

Aunque las ventajas descritas de una Unión Monetaria son relativas para el Mercado Interior, son reales y deberían aprovecharse -salvo cuando la Unión Monetaria comportara riesgos tanto para el Mercado Interior como para la evolución global de los diferentes estados comunitarios.

En una Unión Monetaria se prescinde, por la cesión de la política monetaria nacional, de un instrumento, también nacional, de política económica. Con una masa monetaria común para varios países y con una política monetaria también común frente a países terceros, no puede haber una estructuración monetaria ajustada a las diferentes condiciones macroeconómicas. La cantidad "adecuada" de dinero, el nivel "adecuado" de los tipos de interés, así como el valor exterior "adecuado" de la moneda son sin embargo, en las economías modernas de hoy día, de importancia esencial para alcanzar los objetivos económicos globales, tales como la estabilidad de precios, el crecimiento económico, el pleno empleo y el equilibrio de la balanza de pagos. Un aprovisionamiento de dinero común y de dirección central para varios países sólo puede tener sentido para todos ellos por igual cuando están sujetos a condiciones económicas marco similares.

Si, por ejemplo, se procede al agrupamiento de economías que no registran la misma tasa de crecimiento del PNB, resulta difícil fijar el coeficiente adecuado de crecimiento de la masa monetaria. No obstante, demasiado dinero da lugar a inflación, demasiado poco poder adquisitivo produce desempleo. Si los países se encuentran en fases coyunturales diferentes y con ello son distintas su propensión a la inversión y sus necesidades de crédito, serán adecuados en cada caso tipos de interés distintos. Si además son otras las estructuras financieras (por ejemplo, la importancia relativa de los créditos a corto y a largo plazo), los intereses a corto y a largo plazo también desempeñan papeles de naturaleza diferente. Tales estructuras financieras diferentes se dan en la CE y hacen difícil la definición de una política monetaria común, ya que los mecanismos de acción no son iguales en todas partes.

Algo parecido sucede con el valor exterior de la moneda. Una valoración demasiado alta de la misma empeora la competitividad internacional y una valoración demasiado baja da lugar, además de a precios de importación demasiado elevados, a impulsos inflacionistas. El valor externo de la moneda comunitaria frente al dólar y al yen sólo tiene sentido para todos los componentes de una Unión Monetaria por igual cuando estos países tengan, entre otros, estructuras de comercio exterior, saldos de los intercambios y una dependencia de las importaciones similares.

La política monetaria común no será razonable, ni óptima, ni conveniente para todas las economías participantes mientras éstas carezcan todavía de estructuras económicas adecuadas y tengan problemas, y esto es inevitablemente el caso en tanto la política de convenios, la política social, la política fiscal y la política presupuestaria sigan teniendo carácter nacional y en tanto los objetivos de política económica sean divergentes. Una moneda común para un grupo de países de la CE con estructuras económicas todavía heterogéneas y con niveles de productividad

diferentes da lugar a tendencias inflacionistas en los países actualmente con monedas fuertes y a mayor desempleo en los países con monedas débiles.

Naturalmente que también dentro de un estado nacional existen diferencias regionales en las estructuras económicas y en las magnitudes económicas, así, por ejemplo entre el Norte y el Sur de Italia o dentro de los Estados Unidos. Sin embargo, en estos casos tales divergencias se compensan a través de las transferencias financieras. Hay un presupuesto de todo el Estado y medidas redistributivas. Así en los Estados Unidos una caída de la renta en una región es soportada en más de un 40% por el presupuesto general, ya que la región ha de pagar entonces menos impuestos y recibe más contribuciones de transferencia. También en la República Federal de Alemania existe la compensación financiera entre los estados federados.

#### **El banco de emisión necesita el consenso.**

En Europa no disponemos todavía en la dimensión necesaria de un mecanismo de compensación europeo. Esto significa, sin embargo, que con la introducción de la Unión Monetaria en la Comunidad o bien surgirán cada vez más desequilibrios regionales o tendrán que introducirse mecanismos de compensación financiera adicionales, generalmente infravalorados en su cuantía. A este respecto, se plantea la cuestión de si tiene sentido sustituir los mecanismos de adaptación del mercado por el intervencionismo estatal de redistribución.

Pero aun en el caso de que la pretendida Unión Monetaria se limitara, de momento, sólo a un grupo de países cuyas economías fueran relativamente homogéneas, no podría garantizarse, a pesar de todo, que la moneda común fuera una moneda estable. Los éxitos en materia de estabilidad únicamente pueden alcanzarse cuando, por una parte, el banco de emisión responsable no sólo esté orientado en base a la autonomía y al objetivo de la estabilidad del nivel de precios, sino cuando más allá de esto, pueda apoyarse en un consenso social global de estabilidad. Esto último significa que ,en particular, también los interlocutores sociales y el Estado tienen que estar interesados en una moneda estable y no pueden eludir la política monetaria del Banco de Emisión. Un elevado grado de estabilidad de precios es el resultado de un proceso social global marcado por el juego conjunto entre Banco Central, Gobierno, sindicatos y asociaciones empresariales. La situación actual en la República Federal muestra claramente que una política monetaria del Banco de Emisión orientada hacia la estabilidad no puede garantizar la estabilidad de precios cuando la política de convenios salariales y la política presupuestaria del Estado den lugar a impulsos inflacionistas.

#### **La reputación de una nueva moneda.**

El problema de la Unión Monetaria postulada en el Tratado de Maastricht es que con ella se debe implantar una política monetaria de carácter centralista, pero sin embargo los demás ámbitos de la política, como la política salarial, la política social, la política fiscal, la política presupuestaria estatal, permanecen en el campo de las competencias del Estado. Los problemas de estabilidad están así programados de antemano, ya que las consecuencias inflacionistas de un comportamiento contrario a la estabilidad de la política nacional salarial y fiscal pueden atribuirse siempre a la responsabilidad del Banco Central Europeo.

En general, es válido para una Unión Monetaria que el impacto negativo de un comportamiento contrario a la estabilidad de los grupos de intereses nacionales lo soporta toda la comunidad (en forma de subidas de precios o de tipos de interés), en tanto que las ventajas (salarios más elevados, gastos estatales mayores) quedan, de momento, en el ámbito nacional.

Esta circunstancia determinará naturalmente que en todos los países participantes los grupos de intereses actúen igualmente de forma contraria a la estabilidad. El Banco Central Europeo no podrá maniobrar indefinidamente en contra de esta corriente y la moneda común no será tan estable como en cada momento las distintas monedas nacionales.

Para la proyectada moneda europea común no hay que temer sin embargo sólo escasa estabilidad interna, sino también escasa estabilidad externa. El valor exterior de la proyectada moneda europea, por ejemplo, frente al dólar y al yen, decaerá mientras dicha moneda no goce de reputación. Pero una reputación suficiente sólo podrá generarse a través de la confianza en una política continuadamente común y comunitaria en Europa. Mientras en muchos otros campos económicos y políticos no obstante todavía no se practique ninguna política europea clara y siga habiendo también patentes diferencias en las prioridades políticas y económicas de los países de la CE, no se podrá fijar ningún valor exterior estable de la nueva euromoneda.

La proyectada Unión Monetaria puede tener así consecuencias negativas para el Mercado Interior. No debe excluirse que se engargen monetariamente entre sí países que todavía tengan estructuras económicas demasiado divergentes. Los criterios de convergencia contenidos en el Tratado de Maastricht, que deben garantizar un acercamiento de las magnitudes macroeconómicas, son por una parte insuficientes, en cuanto al contenido, y, de acuerdo con el texto del Tratado, no es necesario que se cumplan. Porque en la decisión relativa a la admisión en la Unión Monetaria el Consejo de Ministros sólo "tendrá en cuenta debidamente" el grado de convergencia.

Con ello existe el peligro de que con el paso a la política monetaria comunitaria se consoliden estructuras dinerarias que no correspondan a las estructuras económicas reales de los distintos países. Esto puede obedecer a dos causas: por una parte, las relaciones de los tipos de cambio base del paso a la Unión Monetaria pueden haber sido "erróneas". Por otra parte, pueden después producirse, a través de procesos económicos diferenciados regionalmente, desequilibrios más acusados que se manifiesten cuando no sea ya posible un ajuste de los tipos de cambio entre las monedas nacionales.

#### **También se trata de la estabilidad política.**

Precisamente la realización del Mercado Interior puede incluso ser responsable de tales situaciones al provocar una mayor necesidad de retoques de los tipos de cambio. La apertura del mercado significa, en primer lugar, una intensificación de la concurrencia y con ello una aceleración del cambio estructural regional y sectorial. De esta forma pueden -al menos al principio- surgir en Europa más desequilibrios económicos. Las diferencias en productividad, costes y rendimiento entre los países comunitarios se hacen más acusadas y frecuentemente son difíciles de superar a corto plazo mediante los mecanismos de ajuste de salarios. El paso al Mercado Común no necesariamente aumenta, por tanto, la convergencia en el espacio de integración, sino que incluso puede conducir a una polarización más acentuada de las condiciones marco económicas. En los primeros años después de la culminación del Mercado Interior puede ser de nuevo especialmente necesaria la válvula compensatoria de los ajustes de los tipos de cambio.

Pero incluso en el caso de condiciones marco económicas similares, la moneda comunitaria se volverá inestable por la combinación de una política comunitaria nacional con competencias que seguirán siendo nacionales en todos los demás ámbitos de la política económica. La escasa estabilidad interna de la moneda común debilita, sin embargo, el espacio de integración frente a países terceros. Las ventajas que en materia de competencia podrían obtenerse con los efectos

dinámicos de integración del Mercado Interior se vuelven a perder de este modo o apenas si se dan. Como factor estabilizador de un Mercado Interior logrado tendría que estar garantizada además la estabilidad exterior de la nueva euromoneda. Si en la Unión Monetaria se alcanza, sin embargo, en último término una tasa de inflación superior a las anteriores de las monedas de los estados nacionales, pueden producirse salidas de capitales hacia terceros países, con lo que bajaría el valor externo de la moneda comunitaria.

El argumento de que "una moneda comunitaria fomenta la integración" es válido únicamente cuando hay un alto grado de convergencia -y esto significa, en especial, también actuación comunitaria en los campos de la política fiscal, social y salarial, así como objetivos de política económica iguales. Sin embargo, ello sólo lo puede garantizar la Unión Política. Pero mientras ésta no exista todavía, la Unión Monetaria oculta una diversidad de riesgos económicos que pueden afectar asimismo de nuevo a la integración existente. Pero es el caso que una Unión Monetaria no puede -como sucede con las subidas de impuestos- revocarse a corto plazo si se demuestra que es equivocada. En tanto siga estando ausente la voluntad de Unión Política, no deberían mezclarse entre sí la integración de mercados a través del Mercado Interior y la integración monetaria a través de la Unión Monetaria.

En cambio, el objetivo prioritario de la CE debería ser hoy perfeccionar realmente el Mercado Interior, es decir, por ejemplo, hallar finalmente una solución al problema de los todavía fuertemente divergentes impuestos sobre el valor añadido y sobre el consumo. La integración sobre la base de la eliminación de barreras comerciales y de reglamentaciones aumentará la eficiencia en Europa y reforzará con ello también la aceptación social de la Europa Unida. En cambio, la Unión Monetaria excluye, al apoyarse en una política monetaria centralista y comunitarizada, la concurrencia -una concurrencia que hasta ahora había impuesto que la política monetaria de la mayor parte de los países europeos se orientara por la del país más estable. La pérdida de este factor de estabilidad daría lugar a una euromoneda inestable, debilitando así la eficacia y la estabilidad social y política de Europa.





## **GRAFICO DEL MES**

---



**EL GRAFICO DEL MES**

**EL CRECIMIENTO DEL CONSUMO INTERNO ENTRE 1984 Y 1992  
SUPERO AL CRECIMIENTO DEL PIB**

---

**E**l gráfico del mes publicado en CUADERNOS DE INFORMACION ECONOMICA, número 76-77, mostró cómo entre 1987 y 1992 fue abriéndose la brecha entre demanda nacional y producto interior bruto, una de las causas que explican la crisis singularizada de la economía española, que estando inmersa en la crisis generalizada del conjunto de países comunitarios, tiene rasgos específicos en el caso particular de España, que la diferencia del conjunto de su entorno, con signos de mayor gravedad que quedan manifiestos en el mayor ritmo de destrucción de empleo que está sufriendo la sociedad española.

La demanda nacional está formada por dos grandes agregados. El consumo nacional y la formación bruta de capital. Variables ambas cuyo comportamiento tiene una desigual incidencia en la aproximación o alejamiento de la convergencia real de cualquier economía. Si la existencia de la brecha entre producción y demanda nacional se debiera fundamentalmente a la expansión de la formación bruta de capital (inversión), la problemática que plantearía sería totalmente diferente si tal divergencia procede de la mayor expansión del consumo. Porque en este caso, la población estaría viviendo por encima de sus posibilidades reales, financiando el exceso de consumo con parte del préstamo recibido del exterior. Que es lo que ha ocurrido en España, sobre todo desde 1988.

Este fenómeno es el que queda reflejado en el Gráfico del Mes en el que se observan los siguientes hechos.

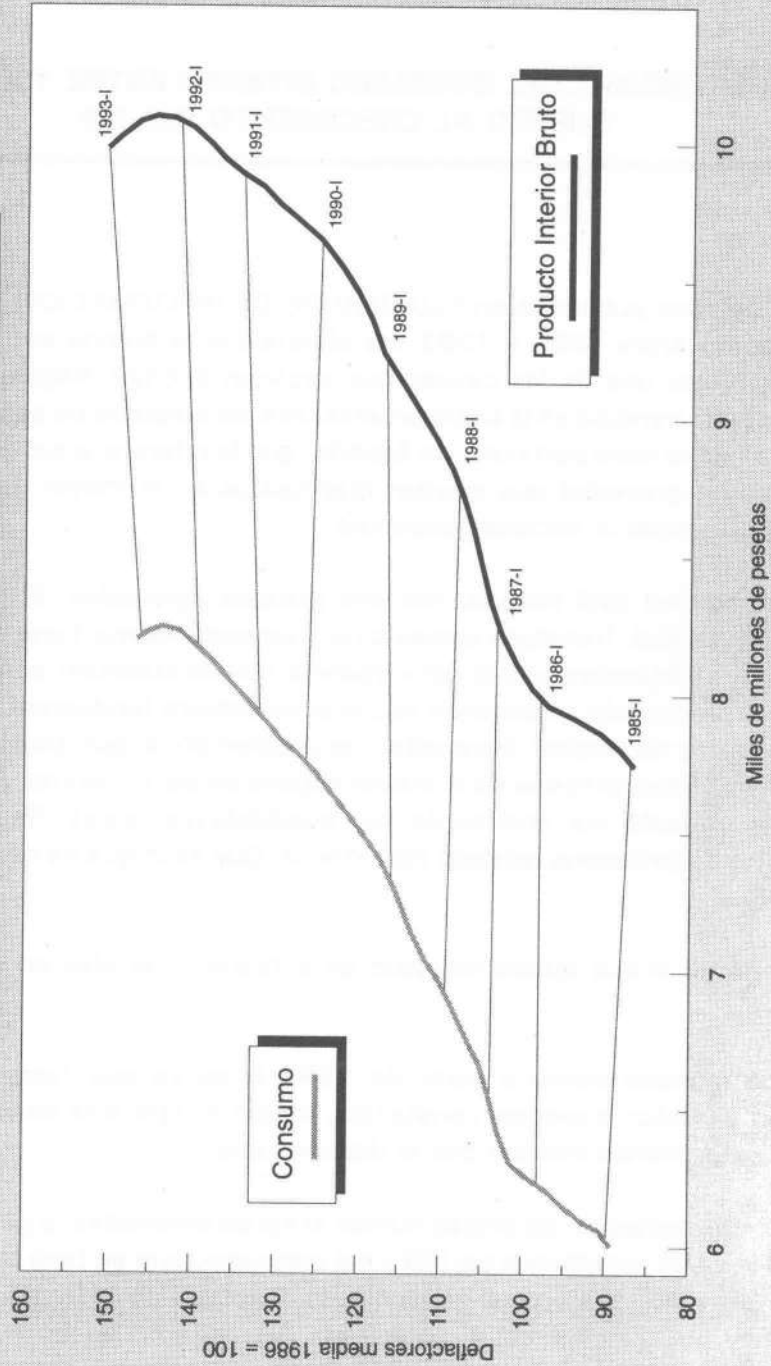
1º El gráfico muestra como a partir de 1988 la curva que representa la evolución del consumo privado y público a precios constantes, tendió a separarse de la que representa al PIB, cuyo crecimiento fue menos intenso que el del consumo.

2º La mayor aproximación de ambas curvas al eje de ordenadas, a partir del primer trimestre de 1992, refleja la caída simultánea del PIB y del consumo, que en tasa trimestral anualizada fue del -1.6% en el PIB y del -1.3% en el consumo. El descenso de la formación bruta de capital en el cuarto trimestre, en tasa trimestral anualizada fue del 17.1%. En su conjunto la demanda nacional descendió a tasa anualizada del 5.2%. Queda patente, por tanto, que desde la vertiente de la demanda, la crisis se ha centrado en la inversión productiva, aunque el consumo resulta también afectado, pero en forma sensiblemente menor.

3º Al analizar la evolución del consumo y la del PIB en los ocho años que separan 1984 de 1992 se observa cómo el consumo (privado y público) en términos reales, es decir, corregido al alza de sus precios, creció el 40.7%, equivalente a tasa anual acumulativa del 4.4%, mientras que el PIB aumentó sólo el 32%, equivalente a tasa anual acumulativa del 3.5%. El consumo en

## EVOLUCION DEL PIB Y EL CONSUMO

Valores trimestrales miles de millones de pesetas constantes de 1986



EVOLUCION DEL PIB Y EL CONSUMO

		PRECIOS CONSTANTES		DEFLACTORES		% DE VARIACION SOBRE EL MISMO TRIMESTRE DEL AÑO ANTERIOR		
		Producto Interior	Consumo	Producto Interior	Consumo	PIB	Consumo	Diferencia
		Bruto (pm)		Bruto (pm)				
1985	I	7.741,4	6.000,2	86,8	89,1	2,0	2,5	0,5
	II	7.799,1	6.059,9	88,4	90,5	2,5	3,9	1,4
	III	7.863,3	6.083,1	90,8	92,2	2,9	4,8	1,9
	IV	7.917,9	6.136,0	94,1	94,4	3,1	4,4	1,3
1986	I	7.961,2	6.204,9	97,1	96,9	2,8	3,4	0,6
	II	8.025,9	6.251,8	99,1	99,2	2,9	3,2	0,3
	III	8.115,3	6.303,5	101,0	101,2	3,2	3,6	0,4
	IV	8.221,5	6.417,7	102,8	102,7	3,8	4,6	0,8
1987	I	8.344,0	6.560,1	104,2	103,9	4,8	5,7	0,9
	II	8.479,1	6.666,1	105,3	105,0	5,6	6,6	1,0
	III	8.607,2	6.739,0	106,3	106,3	6,1	6,9	0,8
	IV	8.717,2	6.816,6	107,5	107,5	6,0	6,2	0,2
1988	I	8.823,0	6.889,2	108,9	108,6	5,7	5,0	-0,7
	II	8.931,1	6.968,1	110,8	109,9	5,3	4,5	-0,8
	III	9.027,2	7.042,9	112,7	111,6	4,9	4,5	-0,4
	IV	9.128,7	7.151,6	114,8	113,4	4,7	4,9	0,2
1989	I	9.242,0	7.293,2	117,2	115,2	4,7	5,9	1,2
	II	9.355,4	7.408,2	118,6	117,1	4,8	6,3	1,5
	III	9.459,3	7.493,8	120,3	119,1	4,8	6,4	1,6
	IV	9.557,5	7.574,1	122,4	121,1	4,7	5,9	1,2
1990	I	9.651,2	7.646,5	124,8	123,0	4,4	4,8	0,4
	II	9.724,5	7.721,5	127,6	124,9	3,9	4,2	0,3
	III	9.782,9	7.785,9	129,9	126,9	3,4	3,9	0,5
	IV	9.843,1	7.838,4	131,8	129,0	3,0	3,5	0,5
1991	I	9.890,9	7.908,5	134,3	130,9	2,5	3,4	0,9
	II	9.943,0	7.972,6	136,4	132,8	2,2	3,3	1,1
	III	10.004,4	8.033,2	138,3	134,7	2,3	3,2	0,9
	IV	10.058,4	8.107,5	140,3	136,8	2,2	3,4	1,2
1992	I	10.091,0	8.178,1	142,5	139,2	2,0	3,4	1,4
	II	10.097,9	8.232,8	144,6	141,3	1,6	3,3	1,7
	III	10.097,2	8.249,8	146,6	143,3	0,7	2,7	2,0
	IV	10.020,6	8.230,6	149,0	145,0	-0,4	1,5	1,9
1993	I	9.980,2	8.202,9	150,4	146,4	-1,1	0,3	1,4

ocho años creció el 8.7% más que la inversión. La tasa de variación del consumo superó cada año en 0.83 puntos porcentuales a la del PIB.

4º Hasta 1988 el crecimiento del consumo se mantuvo en un límite razonable al crecer entre 1984 y 1988 el 20% frente al 17.6% del PIB. Pero en los cuatro años siguientes el consumo creció el 17.3% mientras que el PIB aumentó sólo el 12.2%. Mientras que el consumo creció en los últimos cuatro años con tasa anual acumulativa del 4.1%, el PIB redujo su ritmo de crecimiento al 2.9%.

5º Resulta evidente cómo en la inadecuada asignación de los recursos disponibles en el último cuatrienio está la base de la crisis que hoy padece la economía española. La caída del



**INSTANTANEA ECONOMICA**





**INSTANTANEA ECONOMICA  
PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA**

Cuadernos de Información Económica Núm. 78; Septiembre 1993

**EVOLUCION DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL PRIMER SEMESTRE DE 1993**

(Porcentaje de variación sobre el primer semestre de 1992)

Comunidades Autónomas	Población Activa	Parados		Tasa de Paro			Evolución del empleo (EPA)			
		EPA	INEM	II Trim. 1992	II Trim. 1993	Total	Agricultura y Pesca	Industria	Construc- ción	Servicios
Andalucía . . . . .	0,5	20,8	5,6	26,83	32,31	-6,9	-12,5	-18,8	-14,9	-1,0
Aragón . . . . .	0,3	38,5	16,2	10,84	15,96	-4,6	4,8	-12,9	-7,0	-2,7
Asturias . . . . .	-0,7	18,3	2,1	17,61	20,39	-4,7	-2,4	-10,7	-13,7	-0,9
Baleares . . . . .	1,8	62,7	8,7	10,68	16,28	-5,5	-13,4	1,7	-30,2	-1,9
Canarias . . . . .	-1,4	12,6	4,5	24,63	27,87	-6,0	-16,7	-14,6	-7,9	-3,3
Cantabria . . . . .	3,1	25,8	9,2	16,19	19,96	-1,2	15,2	-12,7	-11,6	2,4
Castilla-La Mancha . . .	0,6	28,1	8,9	15,25	19,50	-4,2	-7,7	-3,5	-3,1	-3,7
Castilla y León . . . . .	-1,1	15,9	7,6	17,18	20,00	-4,6	-10,5	-12,1	-4,1	0,3
Cataluña . . . . .	0,6	39,8	18,4	12,96	18,81	-5,3	-13,4	-7,7	-6,9	-3,2
Comunidad Valenciana	2,4	32,2	11,8	18,56	23,83	-4,0	8,5	-8,3	-14,3	-1,5
Extremadura . . . . .	3,2	17,9	0,2	26,21	30,29	-2,0	-5,2	-8,1	-6,3	1,4
Galicia . . . . .	-0,7	13,6	5,0	16,10	17,55	-3,4	-0,6	-11,2	-9,8	-1,2
Madrid . . . . .	2,3	41,6	16,1	12,43	17,14	-3,2	39,6	-9,4	3,3	-2,4
Murcia . . . . .	3,1	25,2	21,0	19,29	24,51	-2,6	-8,0	-5,1	-10,4	1,6
Navarra . . . . .	-3,2	23,9	4,8	10,47	13,02	-6,6	-7,4	-14,8	9,1	-3,4
País Vasco . . . . .	-0,2	23,5	5,2	18,82	23,22	-5,7	20,9	-14,1	-1,5	-2,4
La Rioja . . . . .	0,7	19,1	20,6	12,90	14,23	-1,8	9,4	-9,6	-16,0	3,4
Ceuta y Melilla . . . . .	2,2	-12,7	-9,3	25,75	22,67	8,1	0,0	10,0	48,0	5,7
<b>TOTAL . . . . .</b>	<b>0,7</b>	<b>25,9</b>	<b>9,1</b>	<b>17,74</b>	<b>22,25</b>	<b>-4,6</b>	<b>-5,0</b>	<b>-10,1</b>	<b>-8,3</b>	<b>-1,8</b>

**COMENTARIO:**

La Encuesta de Población Activa (EPA) elaborada por el Instituto Nacional de Estadística, correspondiente a los dos primeros trimestres de 1993, registra unos resultados que confirman la profundidad de la crisis económica española, reflejada en el dato más doloroso para la sociedad, la destrucción de empleos y el aumento del paro. Según los resultados de dichas encuestas, la población activa (personas de 16 años y más que trabajan o buscan empleo) aumentó el 0,7%, dato coherente con la evolución de la población en edad de trabajar. La población ocupada descendió el 4,6% (el 5,6% en varones y el 2,8% en mujeres). Como consecuencia de ello, el paro aumentó el 25,9% y la tasa de paro sobre la población activa se elevó desde el 17,7% en el primer semestre de 1992 al 22,2% en igual semestre de 1993.

Los resultados globales de la EPA, a pesar de los errores de muestreo, que resultan evidentes en los datos desagregados por comunidades autónomas, son consistentes en su conjunto. La caída del 4,6% en el nivel de empleo que supone la destrucción en un año de 578.500 puestos de trabajo netos, puede parecer una cifra excesiva. La realidad es que la crisis que sufre la economía española puede ser bastante más profunda de lo que se deduce del descenso real del PIB en el uno por cien que resulta según la Contabilidad Trimestral, porque supondría que en plena recesión económica la productividad aparente del factor trabajo, en términos macroeconómicos, habría aumentado el 3,8%, lo que parece una tasa muy alta en la situación actual de la economía española. Es evidente que la desaparición de empresas no competitivas, hace que, en términos macroeconómicos, mejore la productividad aparente del factor trabajo. Pero también es cierto que las empresas que permanecen activas, si disminuyen su producción y mantienen similar nivel de empleo, estarán registrando descenso de su productividad. Cuando se enfrentan los datos de la EPA, en cuanto al descenso del empleo, con los del número de cotizantes en alta laboral a la Seguridad Social (-3,8% en el primer semestre de 1993, frente a igual semestre de 1992), se confirma la fiabilidad del dato resultante en la EPA (-4,6%). Hay que tener en cuenta que figuran en alta laboral cotizando a la Seguridad Social, los jubilados anticipados y otras situaciones laborales especiales. El número de trabajadores afectados por medidas de suspensión temporal en el período enero-abril de 1993, según los datos del Ministerio de Trabajo, fue de 140.681.

**Población activa.-** Según la EPA la población activa en el primer semestre de 1993 creció el 0,7%, tasa concordante con el crecimiento de la población de 16 años y más que aumentó en dicho período el 0,9%. El crecimiento de la población mayor de 16 años es superior al de la población total, como consecuencia del descenso de la natalidad que tuvo lugar a partir de 1975 y en progresiva desaceleración hasta el momento actual. Como consecuencia de la caída de la natalidad desde la mitad de los años setenta, la evolución de la población activa española tenderá en un futuro próximo a ser poco creciente e incluso decreciente, lo que tendrá incidencia en la tasa de paro de los próximos años. Se mantiene el desigual crecimiento de la población activa masculina y femenina. Entre el primer semestre de 1992 y 1993, la población activa masculina creció sólo el 0,19%, mientras que la femenina aumentó el 1,9%. El fenómeno sociológico de la mayor incorporación de la mujer al mercado de trabajo permanece, a pesar de las escasas oportunidades actuales para encontrar empleo.

La evolución de la población activa en el primer semestre de este año por comunidades autónomas, presenta resultados dispares que hay que atribuir en parte, a errores de muestreo. El crecimiento de la población activa en Extremadura (3,2%), Cantabria y Murcia (3,1%), Comunidad Valenciana (2,4%) y Madrid (2,3%) parece poco consistente. Lo que explica de alguna forma el intenso aumento del paro, sobre todo en Madrid y la Comunidad Valenciana. Tampoco parece coherente la disminución de la población activa en Navarra (-3,2%), dato atribuible a errores de muestreo.

**Evolución del empleo.-** El descenso del empleo en el primer semestre de este año ha sido considerable, confirmando la profundidad de la crisis que padece la economía española. Pérdida de 578.500 empleos en un año, de los que 289.500 (el 50%) corresponden al sector industrial.

Según los datos de la EPA el empleo agropesquero disminuyó, respecto al primer semestre de 1992, el 5% que es una tasa que corrige la mayor caída en años precedentes (-9,4% en 1991 y -6,9% en 1992). Resultado que concuerda con la menor oportunidad de los trabajadores agrícolas para incorporarse a otros sectores productivos, especialmente el de la construcción, que tradicionalmente ha sido la vía natural en el cambio de actividad.

Desde la óptica regional la evolución del empleo agropesquero en el primer semestre muestra en algunas comunidades resultados poco consistentes. El crecimiento del empleo agrario en Madrid (39,6%) podría explicarse, en parte, por su escaso nivel (12.700 personas). De hecho, en términos absolutos, supone aumento de 3.600 empleos en un colectivo cuya población activa alcanza a 1.922.900 personas (el 0,2%). El aumento del 20,9% en el País Vasco (4.050 empleos) parece de más difícil explicación, así como el de Cantabria (15,2% que supone 2.850 empleos adicionales). Sorprende menos el aumento que resulta en la Comunidad Valenciana, en cuya región el empleo agropesquero habría crecido en 7.750 empleos (8,5%) y La Rioja (9.496). No puede descartarse, sin embargo, el efecto que puede tener algún retorno al campo de personas desplazadas de la industria y la construcción.

El sector industrial ha perdido en un año el 10,1% del empleo (10,5% en las actividades manufactureras), lo que supone destrucción de 289.500 empleos. Un dato pavoroso -en nuestra opinión el más grave de los datos del mercado laboral- en la medida que confirma algo muy preocupante para el futuro de la economía española, como es la destrucción del tejido industrial que, de no corregirse, terminará por relegar a la economía española a posición aún más retrasada, en el nivel de convergencia real dentro de la Comunidad Europea. Un problema del que ni los sindicatos ni el Gobierno parecen haber tomado conciencia de su gravedad.

Por comunidades autónomas destaca la caída del empleo industrial en todas ellas, con la excepción de Baleares y Ceuta-Melilla, lo que puede deberse a su escasa importancia relativa. Las comunidades que, según la EPA, han registrado una pérdida relativa de empleos en la industria, superior al 10%, fueron Andalucía (18,8%), Navarra (14,8%), Canarias (14,6%), País Vasco (14,1%), Aragón (12,9%), Cantabria (12,7%), Castilla y León (12,1%), Galicia (11,2%) y Asturias (10,7%). La menor destrucción de empleo industrial, aparte de Baleares, que tuvo crecimiento, tuvo lugar en Castilla-La Mancha (-3,5%) y Murcia (-5,1%). Aunque alguno de estos datos haya que tomarlo con la reserva necesaria, en general, salvo en Navarra, se acomodan bien a la tendencia registrada en los años precedentes, en los que el deterioro industrial en algunas regiones, en especial las de la cornisa cantábrica, fue importante.

El sector de la construcción, según la EPA, perdió el 8,3% del empleo existente en el primer semestre de 1992. Pérdida de 100.400 empleos, que confirma la continuidad del deterioro de la construcción ya iniciada en 1992.

Al igual que ocurre en otros sectores productivos, la evolución del empleo en la construcción por comunidades autónomas, muestra resultados que, en algunos casos, hay que tomar con reserva. Aparte de Ceuta y Melilla que registran un intenso crecimiento del empleo (48%) solamente Navarra muestra aumento del empleo (9,1%) mientras que comunidades como Baleares (-30,2%), La Rioja (-16%), presentan descensos superiores a la media nacional.

La caída del empleo en servicios del 1,8%, con pérdida de 124.450 empleos netos, parece coherente con la situación de profunda recesión de la economía española que puede haber afectado a las ramas del comercio, hostelería y transportes.

Desde la óptica regional se acusan diferencias que quizás, en parte se deban a errores de muestreo. Destaca el crecimiento en Ceuta y Melilla (5,7%), La Rioja (3,4%) y Cantabria (2,4%). En cuanto a la caída más intensa del empleo en servicios destacan Castilla-La Mancha (-3,7%), Navarra (-3,4%) y Cataluña (-3,2%) que suponen diferencia notable respecto a la media española.

**Paro.-** Según la EPA, el paro en el segundo semestre de 1993 aumentó el 25,9% dato concordante con la caída del empleo y el crecimiento de la población activa. En términos absolutos el paro en un año habría aumentado en 689.450 personas que representa un hecho excepcional que explica la profundidad alcanzada por la crisis que sufre la economía española. El aumento del paro registrado en las Oficinas de Empleo del INEM fue sensiblemente menor limitándose a 208.100 personas (el 9,1% sobre la media del primer semestre de 1992). La discrepancia entre ambas estadísticas acaso se explique por la escasa confianza de los que buscan trabajo de que las Oficinas de Empleo sean capaces de encontrarles una ocupación ante la situación actual del mercado. En cualquier caso, parece que el aumento del paro es coherente con las estadísticas de empleo, tanto los obtenidos a través de la EPA, como del registro de afiliación en alta laboral de la Seguridad Social.

Como ocurre con el resto de las variables laborales, los datos de paro por comunidades autónomas que registra la EPA del primero y segundo trimestre de 1993, ofrecen resultados, frente a iguales trimestres de 1992, de escasa coherencia en algunas de las comunidades autónomas. El mayor crecimiento del paro se detecta en Baleares, con aumento del 62,7% elevándose en un año la tasa de paro sobre la población activa del 10,68% en el primer semestre de 1992 al 16,28% en igual semestre de 1993. El registro de paro sólo incorporó en Baleares aumento del 8,7%, inferior a la media nacional.

Según la EPA, aparte de Baleares, fue muy elevado el aumento del paro en Madrid (41,6%), Cataluña (39,8%), Aragón (38,5%) y Comunidad Valenciana (32,2%). El registro de paro en las Oficinas de Empleo en estas comunidades, da tasas muy inferiores pero por encima de la media nacional, lo que confirmaría, de alguna manera, la mayor incidencia del paro real en estas comunidades.

Todas las comunidades registran crecimiento en el número de parados y de las tasas correspondientes. Solamente Ceuta y Melilla registran descenso del paro, dato confirmado también por el registro del INEM. El menor aumento relativo del número de parados, según la EPA, tuvo lugar en Canarias, Galicia, Castilla y León y Extremadura, datos confirmados también por el registro de paro. Parece que el aumento del paro efectivo es claramente superior al que muestra el registro de las Oficinas de Empleo. Aunque sea dudoso que el número real de parados en España (en términos de OIT) sea el que muestra la Encuesta de Población Activa del segundo trimestre de 1993 (3.433.100 personas).

#### **COMENTARIO FINAL.**

La situación del mercado de trabajo en España es muy grave. La caída del empleo y el aumento del paro es una realidad que afecta a todas y cada una de las comunidades autónomas españolas. Se repite el fenómeno de que la crisis económica que padece España es un problema de todos y entre todos, comunidades, sectores económicos y sociales y ciudadanos, tienen que comportarse con solidaridad, esfuerzo y sacrificio. El inicio de la recuperación económica europea no está demasiado lejos, pero el reto para España será su capacidad para corregir los desajustes a que nos han llevado los errores cometidos en los años en los que la economía española crecía por encima de la comunitaria.

# **LOS LIBROS DEL MES**

---

LA EMPRESA. ANALISIS ECONOMICO, de Antoni Serra Ramoneda; José Manuel Rodríguez Carrasco

NOTICIAS DE LIBROS

---



*Antoni Serra Ramoneda, "La empresa. Análisis económico", Editorial Labor, Barcelona 1993.*

---

A raíz de la concesión del Premio Nobel de Economía a Ronald Coase, han aparecido una serie de trabajos de investigación que tomando como punto de partida el trabajo seminal del Premio Nobel, buscan el sentido y papel de la empresa en una economía. Coase se preguntó por la razón por la que en toda economía coexisten dos mecanismos de coordinación: el mercado, que Adam Smith denominó "La mano invisible" y la empresa, que años más tarde Alfred Chandler llamaría "La mano visible del desarrollo económico". La razón no es otra que el mercado, en determinadas ocasiones, provoca unos costes que hacen conveniente su sustitución por un mecanismo que internalice en una unidad la transacción a realizar. Esta unidad es la empresa. Los economistas han empezado, con cierto retraso, a escudriñar su funcionamiento y la forma cómo en su interior se asignan los recursos.

Hasta el momento no se ha conseguido un modelo formal tan elegante como el de la microeconomía neoclásica para explicar el funcionamiento interno de la empresa. Partiendo, sin embargo, de esta corriente de pensamiento, que ha sido calificada de neoinstitucionalista, el Profesor Serra Ramoneda tiende un puente que enlaza los estudios de administración de empresas con los de economía propiamente dicha. La obra está dirigida, principalmente, a estudiantes de Económicas de primer ciclo que por primera vez estudian los fundamentos de la microeconomía y de la economía de la empresa, y también para quienes, desde cualquier campo del saber, tengan interés por conocer la empresa y sus interioridades. La larga experiencia del Profesor Serra Ramoneda, no sólo en el campo de la docencia, sino en la dirección al más alto nivel de diversas organizaciones avala sus reflexiones.

Comienza la obra con la explicación de los mecanismos de coordinación que se dan en la vida económica, los cuales se ubican en el mercado o en la empresa, ambos mecanismos tienen diferentes costes de transacción y así se explican al lector.

El hecho de que las transacciones se internalicen en el seno de la empresa no determina automáticamente la distribución entre los participantes de los derechos de control y renta generada. El ordenamiento jurídico recoge diversas fórmulas para resolver este problema, si bien la sociedad anónima es la que parece haber resuelto mejor las exigencias de una economía moderna. Existen, empero, otras formas jurídicas para empresas de menores dimensiones. El problema que se plantea hoy es el de algunas empresas que han alcanzado proporciones gigantescas. ¿Quién controlará estas empresas y determinará el reparto de rentas que dichas empresas generan? La respuesta para el Profesor Serra no es otra que el mercado de capitales o mercado de control de las empresas.

En ocasiones el Estado interviene en la actividad económica convirtiéndose en empresario. La empresa pública con su multiplicidad de objetivos, a veces contradictorios y la debilidad de sus incentivos, suscita hoy una variedad de opiniones y posturas desde el campo de la economía y la política; y esta diversidad de pareceres queda recogida en la obra. No podía faltar en este deambular por las diversas formas de empresa, las multinacionales que generan una parte importante de la renta mundial y cuyos activos principales y, por tanto, generadores de beneficios, suelen ser intangibles, como la tecnología, la marca de prestigio o las soluciones organizativas.

Los diferentes modelos o fórmulas organizativas elegidos en diversas culturas económicas así como el aparente dilema entre jerarquía y cooperación son cuestiones que no podrían faltar en una obra como ésta que quiere mostrar todos los ángulos de la empresa.

Finalmente, dos valores añadidos encontrará el lector, el primero será una bibliografía especializada en este nuevo enfoque institucional, y el segundo el fino humor del autor que convierte las áridas cuestiones de análisis económico en una lectura amena e interesante.

*José Manuel Rodríguez Carrasco*



**NOTICIAS DE LIBROS**

---

**Mercado Financiero. De Maastricht a Edimburgo.**

*Carlos Contreras (dir.)*

*Madrid, 1993, Corporación Financiera Caja Madrid, 211 págs.*

**E**n el intervalo entre el Tratado de Maastricht y la cumbre de Edimburgo los mercados cambiarios protagonizaron una grave crisis en el SME. En este cuarto informe anual sobre mercados financieros se ofrecen algunas interpretaciones sobre los cambios registrados en este terreno y diversas reflexiones sobre lo que, en opinión de los autores, se consideran, principales tendencias en el escenario financiero internacional. En este caso consideran que los asuntos más importantes han sido los problemas de creación y las repercusiones de la UME. El texto está dividido en trece capítulos en los que se tratan diferentes aspectos financieros. Los títulos de los capítulos y los respectivos autores son: De Maastricht a Edimburgo: convulsiones en los mercados financieros (Carlos Contreras), ¿Por qué es conveniente la unión monetaria? (Carlos Contreras), ¿Hacia una tercera crisis en el sistema monetario europeo? (María Lapeña), Mercados internacionales de bonos (César Martínez), Mercado derivados internacionales y su tecnología (María del Carmen de la Orden), Efectos de la inestabilidad cambiaria sobre el diseño de la política de deuda pública en España (María Luisa Díez y Olga Bueno), Rentabilidad y riesgo en el mercado de deuda pública español (Nuria Bustamante y Soledad Romero), Mercado primario de letras del Tesoro y de pagarés de empresa: Análisis de las distorsiones fiscales (Carlos Contreras y Susana Sánchez), Volatilidad en los mercados y gestión financiera con instituciones de inversión colectiva (Carlos Contreras y Juan Fernández), Análisis gráfico de los principales índices bursátiles (Fernando Alvarez y Alberto Rueda), El uso de futuros sobre el Ibex-35 para la cobertura de carteras de renta variable (Sebastián Redondo) y La adaptación española al régimen de liberalización de movimientos de capital vigente en la CE, (Alberto Rueda) y El conjunto, que culmina con un práctico índice cronológico de acontecimientos financieros, constituye una equilibrada síntesis financiera del año 1992 y será de utilidad no solo a quienes quieran conocer los acontecimientos de este año, sino a quienes deseen consultar algún aspecto particular del mismo.

**Haciendas Territoriales y Corresponsabilidad fiscal.**

*Santiago de Compostela, 1993, Asociación Galega de Estudos de Economía do Sector Público, 384 págs.*

En junio de 1992 la Asociación Galega de Estudos de Economía do Sector Público organizó las primeras Jornadas dedicadas a un tema, que si era entonces de máxima actualidad, como ha afirmado en la nota preliminar Luis Caramés, presidente de la asociación, ahora lo es todavía más, dado el proceso que se está viviendo de cesión del 15% de la recaudación del IRPF. La importante presencia de técnicos de la Administración, parlamentarios y profesores de universidad dio lugar a un abundante y selecto conjunto de ponencias cuyos textos han sido

recogidos ahora en este libro. Los títulos de las ponencias y el nombre de los respectivos autores son: Corresponsabilidad fiscal y déficit de las Haciendas Autonómicas (X. Alvarez Corbacho), Corresponsabilidad fiscal y equilibrios financieros (J.A. Biescas y J. López Laborda), Problemas y perspectivas de la reforma del sistema de financiación autonómica (Antoni Castellls), La recaudación normativa de los tributos cedidos, (Joan Carles Costas i Terrones), Una propuesta sobre el desarrollo de las subvenciones previstas en el art. 15 de la L.O.F.C.A. (Antonio Giménez Montero), La corresponsabilidad fiscal en la Hacienda local en España (María Jesús Magdalena Vila y otros), La corresponsabilidad fiscal desde la perspectiva de las Comunidades Autónomas menos desarrolladas (Enrique Moldes Teo), Corresponsabilidad fiscal; problemas de definición y elección de instrumentos (Carlos Monasterio Escudero), La financiación autonómica y la corresponsabilidad fiscal; una perspectiva desde Cataluña (Alexandre Pedrós Abelló), Valoración de los instrumentos de financiación autonómica desde la perspectiva de la corresponsabilidad fiscal (Miguel Roig Alonso), La reforma de la financiación autonómica (Jesús Ruiz-Huerta; María Antonia Pablos), La financiación de las transferencias sanitarias: situación actual y propuestas de reformas (José Sánchez Maldonado), La corresponsabilidad en su contexto: de la Administración integrada a la revisión de los fondos de nivelación (José Víctor Sevilla Segura), Algunas precisiones sobre corresponsabilidad fiscal y su forma de instrumentación (Joaquín Solé Vilanova), Esfuerzo fiscal y corresponsabilidad fiscal (Javier Suárez Pandiello), Los efectos de la corresponsabilidad fiscal sobre la equidad (Alfonso Utrilla de la Hoz). Este libro, interesante desde las perspectivas política y económica, permitirá poner al día al lector que esté interesado en los temas de descentralización fiscal.

#### **Empresas y empresarios españoles en la encrucijada de los noventa.**

*Juan Carlos Jiménez Jiménez (Ed.)*

*Madrid, 1993, Editorial Cívitas, 308 págs.*

Dentro de la Colección Economía, de la Biblioteca Cívitas de Economía y Empresa, se han publicado los textos de las ponencias presentadas en las VII Jornadas de Alicante sobre Economía Española, organizadas por la UIMP, la Universidad de Alicante, la Generalitat, la Diputación, el Ayuntamiento y la Caja de Ahorros del Mediterráneo, en octubre de 1992. El libro tiene cuatro apartados y nueve participaciones. En el primer apartado, titulado "Creatividad empresarial y desarrollo económico en España: una perspectiva histórica", se incluyen tres artículos titulados: Talantes y realidades empresariales en la industrialización española (Juan Velarde), Banca pública e industrialización en España: empresas y empresarios, vistos a través del Banco de Crédito Industrial (Juan Carlos Jiménez), Estrategia y estructura del grupo industrial Sota y Aznar: Un Análisis del coste de transacción (Eugenio Torres). En el segundo apartado, titulado "Estrategias y resultados de las empresas españolas", se encuentran los artículos: El papel de los mecanismos de asignación del capital en la competitividad a largo plazo de la economía española (Vicente Salas), Estrategias competitivas en las empresas financieras españolas (Juan Carlos Gómez, Joaquín Marhuenda, Francisco J. Más), Resultados empresariales y fiscalidad: una revisión crítica de la reforma tributaria de 1992 (Francisco Poveda). En el tercer apartado, titulado "Apertura al exterior de la empresa española", se incluye el artículo: Capacidades exportadoras y estrategia internacional de la empresa. Y, en el cuarto apartado, titulado "La empresa española y los mercados de factores", se encuentran los artículos titulados: Indiciación salarial y desempleo (Javier Andrés, Jaume García y Sergio Jimenez) y El Comportamiento financiero de la empresa española (Antonio Torrero). Siempre es útil disponer por escrito, en una publicación asequible las

ponencias que se presentan a los congresos y reuniones, ya que es la mejor forma de difundir el contenido de las mismas, pero si los participantes han sabido reunir claridad y precisión en sus ponencias, esto será más útil todavía, además en este caso los textos han sido revisados por los autores.

**Revista de Economía Aplicada.**

*Zaragoza, 1993, Ediciones de la Revista de Economía Aplicada, 242 págs.*

Un grupo de economistas han conseguido editar una nueva revista de economía e introducirla en este difícil mercado. Su edición se sustenta en el patrocinio del Instituto Aragonés de Fomento-Gobierno de Aragón, la Fundación Banco Herrero, Hidroeléctrica del Cantábrico, Madrid Business School, Caja de Cataluña, Instituto de Fomento de la Región de Murcia, Unicaja, Universidad de Zaragoza, Ibercaja y la Real y Excma. Sociedad Económica Aragonesa de Amigos del País. La redacción y administración de la misma se ubica en el Departamento de Estructura Económica y Economía Pública de la Universidad de Zaragoza. El Consejo de redacción está constituido por José Luis García Delgado (Dir), José M<sup>a</sup> Serrano Sanz y José A. Martínez Serrano (Dir. Adjuntos), Eduardo Bandrés (Secret.), Javier Andrés, Angel Bergés, Francisco Comín, M<sup>a</sup> Teresa Costa, Zulima Fernández, José A. Herce, Rafaél Myro, Andrés Pedreño, José L. Raymond, Enrique Sentana y Juan A. Vázquez. El contenido y la estructura de la misma se puede deducir de la personalidad intelectual del Consejo de Redacción y de este primer número en el que figuran ocho artículos de economía aplicada referidos respectivamente a problemas ferroviarios, hidrológicos, de gasto público, de cointegración, y de análisis relacionados con países subdesarrollados. Además, hay una sección de notas o artículos muy breves, otra sección de recensiones de libros y otra de información y noticias sobre diversas actividades de patrocinio y académicas.



**El Profesor Enrique Fuentes Quintana, Premio de  
Economía Rey Jaime I 1993**

---

---



**El Profesor Enrique Fuentes Quintana, Premio de Economía Rey Jaime I 1993.**

---

**E**l pasado día 27 de marzo, en el Salón Columnario de la Lonja de los Mercaderes de Valencia, bajo la presidencia de los Reyes de España, tuvo lugar el solemne acto de entrega de los Premios Rey Jaime I 1993 instituidos por la Generalidad Valenciana y la Fundación Valenciana de Estudios Avanzados.

Este año el premio de Economía ha sido otorgado, por unanimidad de un jurado del que formaban parte tres premios Nobel, al Profesor D. Enrique Fuentes Quintana, en atención a sus méritos en la investigación, en la docencia, en su tarea de magisterio universitario, en su prolífica labor de creador y director de revistas económicas que han tenido un importante papel en la formación de una opinión bien informada sobre los temas de la economía española, y a su participación decisiva en tareas de gobierno en momentos clave para la sociedad española.

*Cuadernos de Información Económica* que ha sentado, desde su nacimiento, la costumbre de informar a sus lectores sobre la concesión de galardones relevantes en el ámbito económico -como, sin duda, lo es el Premio Rey Jaime I-, no ha querido dejar de hacerlo en esta ocasión, con la austeridad en la alabanza que, por razones obvias, impone el hecho de que el Profesor Fuentes Quintana sea precisamente el Director General de la Fundación FIES de las Cajas de Ahorros Confederadas, editora de *Papeles de Economía Española*, *Perspectivas del Sistema Financiero* y *Cuadernos de Información Económica*, entre otras publicaciones.

Quienes, bajo su dirección, tratamos de secundar en la Fundación FIES sus iniciativas, no queremos dejar en esta ocasión de expresarle a él nuestra felicitación y afecto por un galardón que consideramos sobradamente merecido, a la vista de su ejemplar trayectoria profesional y académica que, desde la proximidad, bien conocemos, y de hacer partícipe a los lectores de *Cuadernos* del legítimo orgullo que sentimos quienes tenemos el privilegio de colaborar con él.





**PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA**

**Ultimos números publicados:**

- N.º 54. Sistema Financiero 1993  
 N.º 55. Comunidades Autónomas. Situación económica actual

**PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO**

**Ultimos números publicados:**

- N.º 42. Instituciones y mercados financieros. Modelos de gestión  
 N.º 43. El riesgo en las entidades de crédito

**ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS**

**Ultimos números publicados:**

- N.º 11. Arco Mediterráneo.  
 N.º 12. La Rioja.

**ESTUDIOS DE LA FUNDACION**

**Ultimo número publicado:**

- N.º 6. Las áreas deprimidas de España.

**FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL**  
 Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Tfo. 2504400

**AÑO 1993**



- |                          |  |             |
|--------------------------|--|-------------|
| <input type="checkbox"/> | <i>Papeles de Economía Española</i> (suscripción) .....        | 6.800 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | Números sueltos .....  | 2.000 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i> (suscripción) ..... | 6.900 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | <i>Cuadernos de Información Económica</i> , un año .....       | 12.000 Pts. |
| <input type="checkbox"/> | Números sueltos .....  | 1.600 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | <i>Documentos de Trabajo</i> (números sueltos).....            | 1.000 Pts.  |
| <input type="checkbox"/> | Microfichas de .....   | 1.200 Pts.  |

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío       Giro postal Núm.....       Cheque bancario.  
 Domicialización bancaria (facilítenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o razón social .....

Actividad o Departamento .....

Domicilio ..... Teléfono .....

Ciudad ..... C.P. .... Provincia o país .....

Fecha .....

Firma o sello.

*Precio de este ejemplar de Cuadernos.- 1.600 pts.*





